



Sandro Abegglen / Luca Bianchi\*

## Regulierung indirekter Immobilienanlagen

Ausgestaltungsmöglichkeiten und ausgewählte Unterstellungsfragen nach Schweizer Recht



### Inhaltsübersicht

- I. Einleitung und Übersicht
  1. Einleitung
  2. Übersicht
- II. Indirekte Immobilienanlagen
  1. Begriff der Immobilienanlagen
    - 1.1 Allgemeines
    - 1.2 Direkte Immobilienanlagen
    - 1.3 Indirekte Immobilienanlagen
  2. Immobilienportfoliomanagement
  3. Immobilientransaktionen
  4. Immobilienfinanzierung
- III. KAG-regulierte indirekte Immobilienanlagen
  1. Vertraglicher Immobilienfonds
  2. Immobilien-SICAV
  3. (Regulierte) Immobilien-SICAF
  4. Immobilien-KGK
- IV. Immobilienanlagestiftung nach BVG
- V. Nichtregulierte Anlagevehikel und Rechtsformen
  1. Börsenkotierte Immobilieninvestmentgesellschaft
  2. Immobilieninvestmentgesellschaft für qualifizierte Anleger
  3. (Operative) Immobiliengesellschaft
  4. Immobiliencrowdfunding
- VI. KAG-Unterstellung?
  1. Ausgangspunkt
  2. Prüfschema
    - 2.1 Qualifikation als kollektive Kapitalanlage?
    - 2.2 Ausnahme vom Geltungsbereich des KAG?
    - 2.3 Anwendbare Abgrenzungskriterien?
  3. Fazit
- VII. Exkurs: Regulierung des Real Estate Asset Management
- VIII. Fazit

## I. Einleitung und Übersicht

### 1. Einleitung

Immobilieninvestments gehören seit je ins Portfolio institutioneller Anleger und zum Teil auch von Privatanelegern. Dabei gab es seit langem einen Trend hin zur indirekten Allokation in diese Anlagekategorie, insbesondere mittels Anlagestiftungen, Fonds und börsenko-

tierten Immobilieninvestmentgesellschaften. Diese Anlagen haben in letzter Zeit, befeuert vom Negativ- bzw. Niedrigzinsumfeld, bei renditesuchenden Investoren noch mehr an Attraktivität gewonnen, dies trotz stolzer Bewertungen der Immobilien und damit auch ihrer Anlagegefässe. Der vorliegende Aufsatz soll einen Überblick über die Regulierung dieser wichtigen Anlagekategorie geben.

Indirekte Immobilienanlagen in der Schweiz<sup>1</sup> erfordern ein geeignetes rechtliches Gefäss, welches die Konzentration der gemeinsamen Mittel ermöglicht und womit Anlagen in Immobilien getätigt werden können. Dabei sind nicht alle möglichen Strukturen vom Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG)<sup>2</sup> erfasst; es gibt auch anders regulierte und nichtregulierte Anlagevehikel und Rechtsformen.

Nachfolgend wird dargelegt, welche regulierten und nichtregulierten rechtlichen Strukturen nach schweizerischem Recht sich für indirekte Immobilienanlagen eignen. Dabei wird nebst den klassischen kollektiven Kapitalanlagen gemäss KAG auch auf die Regulierung der Anlagestiftung durch das Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG)<sup>3</sup> sowie auf ausgewählte Aspekte nichtregulierter Strukturen und Rechtsformen eingegangen.

In diesem *Tour d'Horizon* möglicher indirekter Immobilienanlagen und ihrer Vermögensverwaltung werden nur Anlagevehikel und Rechtsformen nach schweizerischem Recht behandelt. Ausländische Strukturen und damit zusammenhängende Fragen des schweizerischen Rechts (insbesondere zur Regulierung des Vertriebs von ausländischen kollektiven Kapitalanlagen und der Bewilligungspflicht deren Vermögensverwaltung oder zum Verbot der faktischen Fondsleitung für ausländische Strukturen in der Schweiz) werden nicht diskutiert.

\* PD Dr. iur. Sandro Abegglen, LL.M., Fürsprecher, und lic. iur. Luca Bianchi, LL.M., MAS UZH in Finance, Rechtsanwalt, beide Niederer Kraft & Frey AG, Zürich.

<sup>1</sup> Aufgrund der Breite dieses Themas beschränkt sich der Fussnotenapparat auf eine kleine Auswahl von vor allem neueren Publikationen.

<sup>2</sup> Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen vom 23. Juni 2006 (Kollektivanlagengesetz, KAG), SR 951.31.

<sup>3</sup> Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge vom 25. Juni 1982 (BVG), SR 831.40.

## 2. Übersicht

Ausgehend von allgemeinen Ausführungen zu (indirekten) Immobilienanlagen (Ziff. II.1), etwa zum Begriff der Immobilienanlagen, verschiedener Immobilienkategorien und Anlageformen, wird zunächst auf ausgewählte praktische Aspekte der damit eng verflochtenen Fachgebiete des Immobilienportfoliomanagements, der Immobilientransaktionen und der Immobilienfinanzierung eingegangen (Ziff. II.2 bis Ziff. II.4).

Sodann wird ein besonderer Schwerpunkt auf die Ausgestaltungsmöglichkeiten von regulierten und von der FINMA zu genehmigenden und beaufsichtigenden kollektiven Kapitalanlagen für Immobilienanlagen gelegt (Ziff. III.1 bis Ziff. III.4). Zudem wird auch die von der OAK beaufsichtigte Immobilienanlagestiftung näher betrachtet (Ziff. IV).

Das weitere Augenmerk liegt auf weniger stark bzw. gar nicht regulierten Anlagevehikeln, wie der börsenkotierten Immobilieninvestmentgesellschaft (Ziff. V.1) bzw. der Immobilieninvestmentgesellschaft für qualifizierte Anleger (Ziff. V.2). Ausserdem werden die Immobiliengesellschaft sowie das Immobiliencrowdfunding beleuchtet (Ziff. V.3 bis Ziff. V.4). Schliesslich wird nebst einigen ausgewählten KAG-Unterstellungs- und Abgrenzungsfragen (Ziff. VI) an einzelne Aspekte im Zusammenhang mit der Regulierung von Real Estate Asset Manager erinnert (Ziff. VII). Der Beitrag endet mit einem Fazit (Ziff. VIII).

## II. Indirekte Immobilienanlagen

### 1. Begriff der Immobilienanlagen

#### 1.1 Allgemeines

Der Begriff der Immobilienanlagen umfasst jeden Einsatz von Kapital in Immobilienwerte, welcher einer Gewinnerzielung, einer Wertvermehrung oder mindestens einer Werterhaltung dient<sup>4</sup>. Immobilienwerte umfassen aus rechtlicher Sicht vor allem Grundstücke (Liegenschaften mit Zugehör, angefangene Bauten und Bauland), Beteiligungen an und Forderungen gegen Immobiliengesellschaften, Anteile an Immobilienfonds und börsenkotierten Immobilieninvestmentgesellschaften sowie ausländische Immobilienwerte<sup>5</sup>. Weitere mögliche Immobilienwerte sind beispielsweise Stockwerkeigentum,

Miteigentum, Baurechte, im Grundbuch aufgenommene andere selbständige und dauernde Rechte, Schuldbriefe, andere vertragliche Grundpfandrechte (Hypotheken) und gewisse Immobilienzertifikate<sup>6</sup>.

Nebst traditionellen Anlagen (Anleihen, Geldmarktpapieren und Aktien) und alternativen Anlagen (wie *Private Equity* und *Hedge Funds*) können Immobilien als Unterkategorie der alternativen Anlagen oder u.E. zutreffender als eigene strategische Anlageklasse verstanden werden<sup>7</sup>. Als Vorzüge der Anlageklasse Immobilien werden eine tiefe Korrelation zu anderen Finanzanlagen, relativ hohe und stabile Cashflow-Renditen, ihr Charakter als Realwertanlage sowie partieller Inflationsschutz genannt<sup>8</sup>. Aufgrund des anhaltenden Tiefzinsumfelds erfreute sich die Anlageklasse Immobilien in den letzten Jahren einer starken Anlegernachfrage<sup>9</sup>.

#### 1.2 Direkte Immobilienanlagen

Direkte Immobilienanlagen lassen sich in folgende Kategorien von *Nutzungsarten* unterteilen: Gewerbe, Wohnen und *Spezialbauten*<sup>10</sup>. Die Kategorie der *Gewerbebauten* beinhaltet Bürogebäude oder Bauten der Industrie<sup>11</sup>. *Wohnbauten* umfassen Ein- und Mehrfamilienhäuser<sup>12</sup>. Die Kategorie der *Spezialbauten* bezieht sich beispielsweise auf Hotels, Einkaufszentren, Gastronomieimmobilien, Krankenhäuser oder Freizeitimmobilien<sup>13</sup>. In der Praxis existieren Anlagevehikel, welche ausschliesslich in eine dieser Kategorien oder gar Subkategorien (ausser Einfamilienhäuser) investieren. Es gibt jedoch auch Immobilienanlageprodukte, welche eine (teilweise) Mischung der genannten Nutzungsarten anwenden.

Als weiteres Begriffspaar werden *Bestandesimmobilien* und *Entwicklungsprojekte* unterschieden<sup>14</sup>. Mit Bestandesimmobilien sind bereits fertig gebaute Liegenschaften gemeint, welche zu Renditezwecken gehalten werden<sup>15</sup>. Entwicklungsprojekte sind zukünftige oder sich in der Umsetzung befindliche Bau- und Infrastrukturprojekte, Neubauten, Umzonungen und andere Entwick-

<sup>4</sup> DOMENIC OLIVER BRAND, Kollektive Immobilienanlagen – Gemeinschaftliche Kapitalanlagen in direkte und indirekte Immobilienwerte unter vergleichender Betrachtung ihrer Anlagevermögen, Diss. Zürich 2016, 111 (= SSW 334).

<sup>5</sup> Art. 59 Abs. 1 KAG i.V.m. Art. 86 Abs. 2 der Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen vom 22. November 2006 (Kollektivanlagenverordnung, KKV), SR 951.311.

<sup>6</sup> Art. 59 Abs. 1 und 2 KAG i.V.m. Art. 86 Abs. 2 und 3 KKV.

<sup>7</sup> MARC BAUEN/NICOLAS ROUILLER, Schweizer Bankkundengeschäft – Einführung für Bankkunden und ihre Berater, Zürich 2010, 389 ff.; ZOLTAN SZELYES/ULRICH BRAUN/STEPHAN BRÜNNER *et al.*, Real Estate as an Asset Class, White Paper vom Oktober 2014, 3.

<sup>8</sup> SZELYES/BRAUN/BRÜNNER (FN 7), 5.

<sup>9</sup> ULRICH PRIEN/JÜRGEN ZIMMERMANN, Immobilienanlagen von Vorsorgeeinrichtungen – Investitionsmöglichkeiten und strategische Fragen, ST 2011, 402.

<sup>10</sup> Art. 59 Abs. 1 KAG i.V.m. Art. 86 Abs. 2 KKV; BSK KAG-BÜRGI/NORDMANN/MOSKRIC, Art. 59 N 6 ff.

<sup>11</sup> BAUEN/ROUILLER (FN 7), 393.

<sup>12</sup> BSK KAG-BÜRGI/NORDMANN/MOSKRIC, Art. 59 N 6.

<sup>13</sup> BAUEN/ROUILLER (FN 7), 393.

<sup>14</sup> THOMAS WETZEL, Von der Idee zur Rendite – Überlegungen zur Entwicklung von Immobilienprojekten, BR 3/2007, 137.

<sup>15</sup> WETZEL (FN 14), 137; BSK KAG-BÜRGI/NORDMANN/MOSKRIC, Art. 59 N 6 ff.

lungsprojekte, welche hinsichtlich der Realisierung mit Unsicherheiten verbunden sind<sup>16</sup>. Bewertungstechnisch unterscheiden sich Bestandesimmobilien und Entwicklungsprojekte vor allem durch die bei letzteren inhärenten Projektrisiken<sup>17</sup>. Folglich soll durch Entwicklungsprojekte das Wertsteigerungspotential einer Liegenschaft oder eines Grundstücks realisiert werden<sup>18</sup>.

Der theoretische Wert einer Immobilienanlage<sup>19</sup> ist Gegenstand der Immobilienbewertung und wird nebst anderen Bewertungsverfahren i.d.R. unter Verwendung der Discounted Cashflow (DCF)-Methode oder der Ertragswertmethode ermittelt<sup>20</sup>. Vom theoretischen Wert einer Immobilienanlage ist ihr Preis zu unterscheiden, welcher anhand von Angebot und Nachfrage zustande kommt<sup>21</sup>. Der Handel von Immobilienanlagen erfolgt mittels Durchführung von Immobilientransaktionen und verursacht eine relativ lange Transaktionsdauer sowie vergleichsweise hohe Transaktionskosten (vgl. Ziff. II.3)<sup>22</sup>. Direkte Immobilienanlagen sind folglich relativ illiquide Anlagen<sup>23</sup>.

### 1.3 Indirekte Immobilienanlagen

Neben den Direktanlagen existiert ein breites Spektrum an *indirekten Immobilienanlagen*. Bei indirekten Immobilienanlagen erfolgt die Zuführung von Kapital in ein Anlagevehikel, welches die Immobilien hält und welches dadurch eine mittelbare Kapitalanlage in direkte Immobilienanlagen ermöglicht<sup>24</sup>. Der Wert der Anteile des Anlagevehikels wird basierend auf dem Nettoinventarwert (*Net Asset Value*, NAV) desselben ermittelt<sup>25</sup>. Bei handelbaren Anteilen indirekter Immobilienanlagen kommt der für den Handel massgebliche Preis basierend auf Angebot und Nachfrage zustande, was zu einem Aufschlag (*Agio*) oder Abschlag (*Disagio*) gegenüber dem NAV einer indirekten Immobilienanlage führen kann<sup>26</sup>.

Indirekte Immobilienanlagen haben aus Sicht eines Anlegers im Vergleich mit direkten Immobilienanlagen folgende *Vorteile*:

- Optimierung der Diversifikation;
- i.d.R. tiefere Mindestanlagebeträge für die einzelnen Anleger;
- Steigerung der Liquidität;
- Vorteile bei der Bilanzierung;
- professionelles Immobilienportfoliomanagement;
- geringere Transaktionskosten; und
- tiefere Verwaltungskosten<sup>27</sup>.

Demgegenüber bestehen aus Sicht des Anlegers folgende *Nachteile* von indirekten Immobilienanlagen gegenüber Direktanlagen in Immobilien:

- Kosten der Struktur;
- operationelle und u.U. rechtliche Risiken der Struktur;
- weniger oder keine Mitsprachemöglichkeiten bei Anlageentscheiden;
- potentielle oder tatsächliche Interessenkonflikte;
- regulatorische Hürden und Rahmenbedingungen (beispielsweise Bewilligungs- und Genehmigungspflichten); und
- starker Einfluss von Aktienmarktrisiken auf das Produkt (bei börsenkotierten Anlagevehikeln)<sup>28</sup>.

Die Vorteile der indirekten Immobilienanlagen überwiegen insbesondere, wenn Anleger nicht über ein sehr grosses Portfolio oder spezifisches Immobilienfachwissen verfügen und primär an den Erträgen, einer Steigerung der Diversifikation sowie einer besseren Handelbarkeit einer Anlage interessiert sind<sup>29</sup>. Für viele Anleger sind indirekte Immobilienanlagen demnach eine bessere Wahl als direkte Immobilienanlagen<sup>30</sup>. Im Markt besteht derzeit ein klarer Trend zu indirekten Immobilienanlagen<sup>31</sup>.

## 2. Immobilienportfoliomanagement

Unter *Immobilienportfoliomanagement* wird «ein komplexer, kontinuierlicher und systematischer Prozess der Analyse, Planung, Steuerung und Kontrolle von Immobilienbeständen [verstanden], der die Transparenz für den Immobilieneigentümer [bzw. Anleger] erhöhen soll,

<sup>16</sup> MICHELE MUCCIOLI, Beurteilung von Projektentwicklungsrisiken – Eine Bottom-up-Analyse, SREJ 6/2013, 52 f.; BSK KAG-BÜRGI/NORDMANN/MOSKRIC, Art. 59 N 16 ff.

<sup>17</sup> WETZEL (FN 14), 140 f.; MUCCIOLI (FN 16), 52 f.

<sup>18</sup> MUCCIOLI (FN 16), 52.

<sup>19</sup> Mit Immobilienanlagen sind in erster Linie direkte Immobilienanlagen gemeint, d.h. insbesondere der Erwerb von Grundeigentum an Liegenschaften; BSK KAG-BÜRGI/NORDMANN/MOSKRIC, Art. 59 N 4 ff.

<sup>20</sup> ALAIN CHANEY/MARTIN HOESLI, Werttreiber und Risikowahrnehmung von Renditeliegenschaften, ST 2012, 948; vgl. auch ROBERT WEINERT, Herleitung der Immobilienmarktrisiken nach dem Kapitalmarktansatz, SREJ 11/2015, 21 ff.

<sup>21</sup> SFAMA, Immobilienfonds – Kompakt, Basel 2016, 13.

<sup>22</sup> BRAND (FN 4), 116 f.

<sup>23</sup> BRAND (FN 4), 116 f.

<sup>24</sup> BRAND (FN 4), 118 f.

<sup>25</sup> SFAMA (FN 21), 15.

<sup>26</sup> SFAMA (FN 21), 14.

<sup>27</sup> STEFFEN SEBASTIAN/BERTRAM STEININGER/MELANIE WAGNER-HAUBER, Vor- und Nachteile von direkten und indirekten Immobilienanlagen, IREBS 2/2012, 5 ff.; RETO SCHUMACHER, Asset Swap im Immobilienbereich – ein neuer Trend bei Pensionskassen, in: Lengnauer/Rezzonico (Hrsg.), Chancen und Risiken rechtlicher Neuerungen 2008/2009, Zürich 2009, 23; ANNE HÉRITIER LACHAT, Immobilienfinanzierung: Herausforderungen für die Aufsichtsbehörde, in: Emmenegger (Hrsg.), Immobilienfinanzierung, Basel 2012, 14 ff.

<sup>28</sup> SEBASTIAN/STEININGER/WAGNER-HAUBER (FN 27), 5 ff.

<sup>29</sup> WILLI ALDA, Bequem und flexibel: Indirekte Immobilienanlagen, Private 3/2004, 48 f.

<sup>30</sup> ANDREAS BLEISCH, Einbringung von Immobilien in Anlagestiftungen – Asset Swaps als steuerprivilegierte Transaktionsvariante für Pensionskassen, ST 2011, 501; SCHUMACHER (FN 27), 22 f.

<sup>31</sup> BLEISCH (FN 30), 501.

um eine Balance zwischen Erträgen und den damit verbundenen Risiken von Immobilienanlage- und Managemententscheidungen für das gesamte Immobilienportfolio herzustellen<sup>32</sup>. Der Begriff umfasst demnach sowohl die Entwicklung und Fixierung der Portfoliostrategie als auch deren Umsetzung im Rahmen von Investitions- und Desinvestitionsentscheidungen<sup>33</sup>. Eine Übersicht über den vollständigen theoretischen Ablauf des Portfoliomanagements im Zusammenhang mit indirekten Immobilienanlagen ist dem Anhang zu entnehmen<sup>34</sup>. In den letzten Jahren wurde der Einfluss theoretischer Erkenntnisse aus der Portfoliotheorie auf die Praxis immer stärker, was unter schweizerischen Immobilienportfoliomanagern zu einer weiteren Professionalisierung und Spezialisierung geführt hat und weiter führen wird<sup>35</sup>.

Die auf Immobilienanlagen angewandte Portfoliotheorie besagt, dass im Rahmen der *strategischen Asset Allocation* das spezifische Immobilienportfolio entsprechend den Anlagepräferenzen eines Anlegers bzw. einer Anlegergruppe und auf der Basis von historischen Rendite- und Risikoanalysen langfristig ausgerichtet sowie optimiert werden soll<sup>36</sup>. Dieser Prozess umfasst nebst der Auswahl der *Anlageziele*, der *Anlagestrategie* sowie der *Anlagetechniken* (beispielsweise *Leverage*) i.d.R. (aber nicht immer) die Berücksichtigung des *Grundsatzes der Diversifikation*<sup>37</sup>.

Mittels der Diversifikation wird eine Optimierung des Risikos des gesamten Portfolios angestrebt, dies unter Verwendung der folgenden Kriterien und unter Angabe entsprechender prozentualer Bandbreiten:

- Mindestanzahl an Objekten;
- geografische Verteilung der Anlagen;
- Art der Immobiliennutzung;
- Lebenszyklus der Immobilien; sowie
- Art der Anlagen (direkte vs. indirekte Anlagen)<sup>38</sup>.

Innerhalb der *taktischen Asset Allocation* wird eine Auswahl bestimmter Objekte bzw. Bestandteile des Gesamtportfolios getroffen<sup>39</sup>. Immobilienmärkte sind aus Sicht

des Immobilienportfoliomanagements vielfach intransparent und erfordern gute Kenntnisse lokaler Gegebenheiten und Besonderheiten<sup>40</sup>. Aus diesem Grund werden Markt-, Angebots- und Wettbewerbsanalysen, Analysen und Bewertungen von Objektdaten, Analysen der Bausubstanz, Analysen der Ertragskraft, Cashflow-Analysen sowie Renditeprognosen durchgeführt<sup>41</sup>. Die Ergebnisse sowie die bestehenden Risiken des Anlageprozesses werden im Rahmen der Performanceanalyse sowie des Risikomanagements kontrolliert und überwacht<sup>42</sup>.

Die Anlagerestriktionen eines spezifischen Anlagevehikels (vgl. Ziff. III bis Ziff. V) sowie u.U. der regulatorischen Anlagevorschriften der Zielanleger desselben können die Ausgestaltung des Portfoliomanagements bzw. der Anlagestrategie aus Gründen des Anlegerschutzes einschränken<sup>43</sup>. Derartige Anlagerestriktionen sind in der einschlägigen Spezialregulierung für Banken (ERV<sup>44</sup>), Pensionskassen (BVV 2<sup>45</sup>), Privatversicherungen (AVO<sup>46</sup>), kollektive Kapitalanlagen (KKV) und Anlagestiftungen (ASV<sup>47</sup>) vorgesehen<sup>48</sup>. Bei Vermögensverwaltungskunden einer Bank sind dabei insbesondere die Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge der Schweizerischen Bankiervereinigung (VVRL)<sup>49</sup> massgebend<sup>50</sup>. Zudem werden in der Praxis nebst den zwingenden regulatorischen Anlagerestriktionen, i.d.R. auf freiwilliger Basis, weitere adäquate Anlagerestriktionen in die Anlagereglemente der verschiedenen Anlagevehikel aufgenommen.

Die *Renditen von Immobilienanlagen* sind auf Stufe der Marktperformance, der Produktrendite und der Liegenschafts- oder Projektrendite messbar<sup>51</sup>. Die Renditen können stark variieren, abhängig von der Marktentwicklung, dem Zinsniveau, den makroökonomischen Entwicklungen, vom Objekt, dessen Lage, der Anlagestrate-

<sup>32</sup> HANSPETER GONDRING/THOMAS WAGNER, *Real Estate Asset Management*, München 2010, 12 f.

<sup>33</sup> GONDRING/WAGNER (FN 32), 42.

<sup>34</sup> GONDRING/WAGNER (FN 32), 43.

<sup>35</sup> CHRISTIAN EBERLE/SVEN SCHATT/PATRICK SCHMID, Diskrepanz zwischen theoretischem und angewandtem Risikomanagement bei börsenkotierten Immobiliengesellschaften, SREJ 3/2011, 24 ff.; ANDREAS LOEPPE/ROLAND STOCKMANN, Externes Portfoliomanagement auf dem Vormarsch, B2B 54/2015, 18 f.; HEINZ REHKUGLER, Risikomanagement für Immobilieninvestments – Von der Theorie zur Praxis – und wieder zurück?, SREJ 1/2010, 15 f.

<sup>36</sup> Vgl. SANDRO ABEGGLEN/BERTRAND G. SCHOTT, Einsatz alternativer Anlagen in der Vermögensverwaltung – Rechtliche und regulatorische Aspekte unter besonderer Berücksichtigung der auf Banken anwendbaren Regeln, GesKR 2010, 479.

<sup>37</sup> BSK KAG-BÜRGI/NORDMANN/MOSKRIC, Art. 58 N 7; BRAND (FN 4), 211 ff.

<sup>38</sup> GONDRING/WAGNER (FN 32), 49.

<sup>39</sup> GONDRING/WAGNER (FN 32), 52 ff.

<sup>40</sup> BAUEN/ROUILLER (FN 7), 394; PRIEN/ZIMMERMANN (FN 9), 402.

<sup>41</sup> GONDRING/WAGNER (FN 32), 53 ff.

<sup>42</sup> GONDRING/WAGNER (FN 32), 61 ff.

<sup>43</sup> BRAND (FN 4), 211 ff.; ABEGGLEN/SCHOTT (FN 36), 480 ff.

<sup>44</sup> Verordnung über die Eigenmittel und Risikoverteilung für Banken und Effekthändler vom 1. Juni 2012 (Eigenmittelverordnung, ERV), SR 952.03.

<sup>45</sup> Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge vom 18. April 1984 (BVV 2), SR 831.441.1; ISABELLE THEURILLAT, Neue Anlagevorschriften für Vorsorgeeinrichtungen – Mehr Diversifikationsmöglichkeiten für den Stiftungsrat, in: Lengnauer/Rezzonico (Hrsg.), Chancen und Risiken rechtlicher Neuerungen 2008/2009, Zürich 2009, 141 ff.

<sup>46</sup> Verordnung über die Beaufsichtigung von privaten Versicherungsunternehmen vom 9. November 2005 (Aufsichtsverordnung, AVO), SR 961.011.

<sup>47</sup> Verordnung über die Anlagestiftungen vom 10. und 22. Juni 2011 (ASV), SR 831.403.2.

<sup>48</sup> Vgl. ABEGGLEN/SCHOTT (FN 36), 482 ff.

<sup>49</sup> Schweizerische Bankiervereinigung (SBVg), Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge 2013, abrufbar unter: <<http://www.swissbanking.org/de/services/bibliothek/richtlinien>> (besucht am 7. März 2017).

<sup>50</sup> ABEGGLEN/SCHOTT (FN 36), 480.

<sup>51</sup> ADRIAN BAMERT/URS FÄS, Renditen und Risiken indirekter Immobilienanlagen, SPV 11/2009 (Sonderdruck), 2 ff.

gie, dem Anlagehorizont, dem Produkt, den Gebühren, dem Fremdverschuldungsgrad sowie der Objektbewirtschaftung<sup>52</sup>. Im aktuellen Marktumfeld können Hypotheken zu niedrigen Zinsen aufgenommen werden, was den Erwerb von Liegenschaften vorteilhaft erscheinen lässt<sup>53</sup>. Es ist jedoch zu berücksichtigen, dass dieser Umstand zu höheren Immobilienpreisen geführt hat und weiterhin führen kann<sup>54</sup>.

Die *Risiken von Immobilienanlagen* können u.a. Mieterausfall- und Leerstandrisiken, Mietpreisrisiken, Zinsänderungsrisiken, Risiken der Fremdfinanzierung, Baukostenrisiken, Klumpenrisiken, makroökonomische Risiken, Immobilienmarktrisiken, Bewertungsrisiken, Inflationsrisiken, u.U. Aktienmarktrisiken, regulatorische Risiken, Umweltrisiken, steuerliche Risiken sowie Projektentwicklungsrisiken beinhalten<sup>55</sup>.

Speziell im Zusammenhang mit den *Risikofaktoren von indirekten Immobilienanlagen* ist Folgendes zu berücksichtigen:

- Betreffend *Immobilienmarktrisiken* wurde in den letzten Jahren von der FINMA sowie diversen Marktakteuren vermehrt auf die *Risiken einer Marktkorrektur* oder gar einer *Immobilienblase* hingewiesen<sup>56</sup>.
- *Projektentwicklungsrisiken* umfassen das Grunderwerbs-, Planungs- und Genehmigungsrisiko, das Herstellungs- und Kostenrisiko sowie das Vermietungs- oder Verkaufsrisiko<sup>57</sup>.
- Zudem sind die *Risiken der Struktur* zu berücksichtigen, insbesondere zusätzliche regulatorische, steuerliche, operative und produktspezifische Risiken (inkl. dem Risiko von Verstössen gegen die Anlagerestriktionen).
- Indirekte Immobilienanlagen können Wertschwankungen erfahren und mithin eine gewisse *Volatilität*

aufweisen, welche durch eine Steigerung des Fremdverschuldungsgrads noch verstärkt werden kann<sup>58</sup>.

Die spezifische Ausgestaltung des Portfoliomanagements ist für die folgende *Rendite-Risiko-Profil-Kategorisierung* massgebend, welche sich primär auf die im Rahmen einer Anlagestrategie zulässigen kumulierten Objektrisiken bezieht:

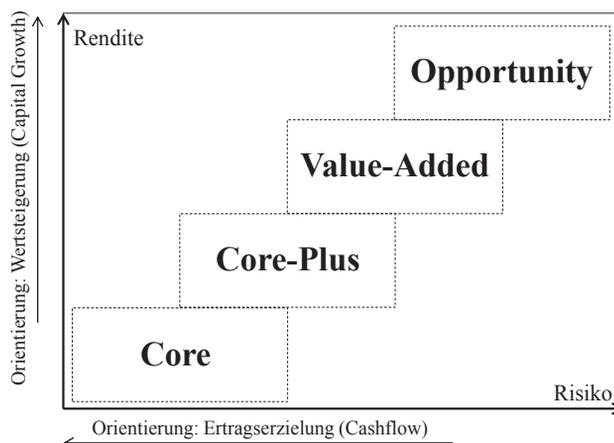


Abbildung: Rendite-Risiko-Profil von indirekten Immobilienanlagen<sup>59</sup>

Aus der obenstehenden Darstellung ist Folgendes ersichtlich:

- *Core-Anlagestrategien* weisen ein tiefes Rendite-Risiko-Profil auf und erzielen mit geringem Risiko geringe aber regelmässige Erträge.
- Bei *Core-Plus-Anlagestrategien* liegt ein mittleres Rendite-Risiko-Profil vor; es wird bei mittlerem Risiko eine mittlere Rendite erwartet.
- *Value-Added-Anlagestrategien* zeichnen sich durch ein erhöhtes Rendite-Risiko-Profil aus, d.h. es soll durch das Eingehen erhöhter Risiken eine erhöhte Rendite erreicht werden.
- *Opportunity-Anlagestrategien* verfügen über ein hohes Rendite-Risiko-Profil und nehmen mithin zur Erzielung hoher Renditen entsprechend hohe Risiken in Kauf.<sup>60</sup>

Abschliessend soll *pro memoria* auf die Problematik des gemäss *Lex Koller* potentiell regulierten Erwerbs indirekter Immobilienanlagen durch Ausländer hingewiesen werden<sup>61</sup>. Bei ausländischen Anlegern ist der Erwerb von indirekten Immobilienanlagen u.U. von der Bewilligungspflicht des Bundesgesetzes über den Er-

<sup>52</sup> BAMERT/FÄS (FN 51), 2 ff.; SANDRA STÖCKLI, Portfoliorendite = Beta + Alpha + Gamma – Der Nachweis eines dritten Renditeattributs bei Immobilienportfolios, SREJ 5/2012, 5 ff.

<sup>53</sup> BAUEN/ROUILLER (FN 7), 394; LUCA ALBERUCCI/PAUL KOETHER/RENÉ SCHNIEPER *et al.*, Die Behandlung des Immobilienrisikos im Swiss Solvency Test, SREJ 2/2011, 106 f.

<sup>54</sup> BAUEN/ROUILLER (FN 7), 394.

<sup>55</sup> FINMA-JB 2014, 38; BAMERT/FÄS (FN 51), 2 ff.; MARIUS BAUMANN/ANDREAS PESENTI/SIMON WALKER *et al.*, Risikomanagement von indirekten Immobilienanlagen aus Anlegersicht, SREJ 1/2010, 25 ff.; WALTER GRÜNINGER, Bessere Anlageentscheide dank sichtbaren Risiken?, SREJ 1/2010, 5 f.; OLIVER KUNKEL/STEPHAN SKAANES, Analyse der Volatilitäten und der Zinsrisikoeigenschaften bei Immobilien-Direktanlagen, SREJ 12/2016, 30 ff.; LUKAS LEZZI, Regulierung und Aufsicht über kollektive Kapitalanlagen für alternative Anlagen, Diss. Zürich 2012, 18 ff. (= SSZF 104).

<sup>56</sup> FINMA-JB 2014, 38 f.; DONATO SCOGNAMIGLIO, Krisenzyklen im Immobilienbereich, in: Emmenegger (FN 27), 3 f.

<sup>57</sup> MUCCIOLI (FN 16), 53 f.; MICHAEL CAMENZIND/LUKAS GUY SCHNIDER/MARTIN SCHWEIZER, Fair-Value-Bewertungen von Immobilienprojektentwicklungen, SREJ 1/2010, 35.

<sup>58</sup> LARISSA MARTI/THOMAS MEIER/JOHN DAVIDSON, Volatilität von Immobilien – Eine Auswertung direkter und indirekter Immobilienindizes, SREJ 8/2014, 15 f.

<sup>59</sup> BRAND (FN 4), 147.

<sup>60</sup> Zum Ganzen BRAND (FN 4), 147 ff.

<sup>61</sup> Bundesgesetz über den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland vom 16. Dezember 1983 (BewG), SR 211.412.41.

werb von Grundstücken durch Personen im Ausland, SR 211.412.41 (BewG) erfasst, was eine Investition von vornherein verhindern kann<sup>62</sup>. Im Zweifelsfall sollten daher schon bei der Strukturierung eines Anlagevehikels entsprechende Abklärungen getroffen werden.

### 3. Immobilientransaktionen

Die Eigenheiten des Immobilientransaktionsprozesses, d.h. vorliegend des Erwerbs und Verkaufs der einzelnen Direktanlagen durch das Anlagegefäss, sind für die rechtliche Ausgestaltung von Immobilienprodukten wichtig (beispielsweise bei der Erstellung von Prozessbeschreibungen und anderen Reglementen oder der Wahl des Rechtskleids einer offenen bzw. geschlossenen kollektiven Kapitalanlage und den dadurch festgelegten Rückgabemöglichkeiten von Anteilen durch die Anleger). Deshalb wird im Folgenden der entsprechende Prozess beschrieben.

Der typische Immobilientransaktionsprozess gliedert sich aus rechtlicher Sicht in folgende Phasen:

- Vorphase (inkl. Vorbereitung, Bieterphase, Due Diligence, Verhandlungsphase);
- Signing;
- Closing; und
- Integrationsphase<sup>63</sup>.

In der *Vorbereitungsphase* erfolgt die erste Kontaktaufnahme mit potentiellen Käufern und es werden regelmässig Vertraulichkeitserklärungen (*Non-disclosure Agreements*, NDAs) unterzeichnet<sup>64</sup>. Der Markt wird getestet und potentielle Interessenten werden auf der Basis beschränkter Informationen gebeten, kurzfristig ein indikatives Angebot (*Non-binding Offer*) abzugeben<sup>65</sup>.

Basierend auf den indikativen Angeboten werden vom Verkäufer mehrere Parteien ausgewählt, mit denen i.d.R. Absichtserklärungen (*Letter of Intent*, LOI) unterzeichnet werden<sup>66</sup>. In der folgenden *Bieterphase* wird den ausgewählten Parteien die Gelegenheit gegeben, die Immobilienwerte auf der Basis von umfassenderen Informationen im Detail zu analysieren und zu prüfen (*Due Diligence*) und am Ende dieser Phase ein bindendes Angebot (*Binding Offer*) abzugeben<sup>67</sup>.

Parallel tritt der Verkäufer oft mit ein bis zwei Vertragsparteien in Vertragsverhandlungen (*Verhandlungs-*

*phase*)<sup>68</sup>. Der Abschluss des Vertrags erfolgt mittels Vertragsunterzeichnung mit einer interessierten Partei (*Signing*) sowie dem Vollzug (*Closing*) des Vertrags<sup>69</sup>. Abschliessend folgt eine *Integrationsphase*<sup>70</sup>.

Abhängig von der Bedeutung, dem Volumen sowie den weiteren Umständen des Einzelfalls werden Immobilientransaktionen im Zusammenhang mit indirekten Immobilienanlagen in der Praxis oftmals minutiös geplant. Der vorgesehene Ablauf der Transaktion wird in solchen Fällen in einem sog. *Transaktionshandbuch* festgehalten<sup>71</sup>. In diesem Zusammenhang sind auch allenfalls bestehende *regulatorische Bewilligungs- oder Genehmigungspflichten* (beispielsweise im Zusammenhang mit Fragestellungen gemäss *Lex Koller*<sup>72</sup>) oder *andere rechtliche Restriktionen* (wie bei Transaktionen mit Nahestehenden) zu berücksichtigen<sup>73</sup>.

Ein *Spezialfall* liegt vor, wenn im Rahmen einer *Pakettransaktion* ein ganzes Immobilienportfolio auf einmal übertragen wird<sup>74</sup>. Dies kann in speziellen Situationen (etwa als Startpaket bei der Produkt lancierung oder aufgrund von Marktopportunitäten) angezeigt sein<sup>75</sup>. Dabei ist jedoch stets sicherzustellen, dass möglicherweise anwendbare gesetzliche Verbote oder Beschränkungen von Transaktionen mit Nahestehenden nicht verletzt bzw. in rechtskonformer Weise berücksichtigt werden<sup>76</sup>. Auf diesen Aspekt wird im Zusammenhang mit den verschiedenen Strukturierungsvarianten weiter unten näher eingegangen (vgl. Ziff. III bis Ziff. IV).

Mit *Due Diligence* ist die sorgfältige Prüfung des Kaufgegenstands gemeint<sup>77</sup>. Im Rahmen der eigentlichen Due Diligence werden die rechtliche, steuerliche, technische sowie kaufmännische Due Diligence unterschieden und von jeweiligen Spezialisten durchgeführt<sup>78</sup>. Zu diesem Zweck werden die Dokumentation der Immobilienwerte sowie weitere relevante Informationen in einem sog.

<sup>68</sup> GONDRING/WAGNER (FN 32), 333 f.

<sup>69</sup> VISCHER/HÄNNI (FN 63), 614 f.

<sup>70</sup> VISCHER/HÄNNI (FN 63), 614 f.

<sup>71</sup> SANDRO ABEGGLEN/LUCA BIANCHI/THOMAS HOCHSTRASSER, The Launch of the Real Estate Investment Foundation, CapLaw 4/2015, 5.

<sup>72</sup> Vgl. Ziff. II.2.

<sup>73</sup> ANNE-C. IMHOFF/Franz Schubiger, Zivilrechtliche Strukturierung von Immobilientransaktionen – Übertragung von Immobilienpaketen, ST 2011, 482; BSK KAG-BÜRGI/NORDMANN/MOSKRIC, Vor Art. 58 N 13 f.; JOSEF CALEFF, Kaufverträge betreffend Immobiliengesellschaften, in: Tschäni (Hrsg.), EIZ-Mergers & Acquisitions XVIII, Zürich 2016, 147 ff.

<sup>74</sup> IMHOFF/SCHUBIGER (FN 73), 474 f.

<sup>75</sup> ABEGGLEN/BIANCHI/HOCHSTRASSER (FN 71), 5; IMHOFF/SCHUBIGER (FN 73), 474 f.

<sup>76</sup> ABEGGLEN/BIANCHI/HOCHSTRASSER (FN 71), 5; THOMAS JUTZI, Das Übernahme- und Abtretungsverbot im Recht der kollektiven Kapitalanlagen, AJP 2012, 1136 ff.

<sup>77</sup> VISCHER/HÄNNI (FN 63), 614 f.

<sup>78</sup> VISCHER/HÄNNI (FN 63), 614 f.; MICHAEL LIPS/MORITZ MAURER, Immobilientransaktionen aus umweltrechtlicher Sicht – Sachgerechte vertragliche Regelung mit Due Diligence-Prüfung, ST 2011, 485 ff.

<sup>62</sup> Vgl. Art. 4 Abs. 1 lit. b bis e BewG.

<sup>63</sup> MARKUS VISCHER/LUCAS HÄNNI, Lehren aus der M&A-Praxis für den Immobilienkauf, AJP 2012, 614; GONDRING/WAGNER (FN 32), 333 f.; SCHUMACHER (FN 27), 24 ff.

<sup>64</sup> VISCHER/HÄNNI (FN 63), 614.

<sup>65</sup> GONDRING/WAGNER (FN 32), 333 f.

<sup>66</sup> VISCHER/HÄNNI (FN 63), 614.

<sup>67</sup> GONDRING/WAGNER (FN 32), 333 f.; VISCHER/HÄNNI (FN 63), 615.

*Data Room* aufbereitet, was im heutigen digitalen Zeitalter im Normalfall in Form eines (für einen beschränkten Zeitraum einsehbaren) virtuellen Datenraums geschieht<sup>79</sup>. Bringt die Due Diligence keine Informationen zutage, welche als sog. *Dealbreaker* qualifiziert werden müssen (und zu einem Abbruch des Transaktionsprozesses führen), wird parallel mit der Verhandlung des Kaufvertrags begonnen<sup>80</sup>. Die Ergebnisse der Due Diligence fliessen in die Vertragsverhandlung ein<sup>81</sup>.

Bei einem *Asset Deal* werden eine oder mehrere Immobilien verkauft und es müssen ein resp. mehrere entsprechend ausgestaltete Grundstückkaufverträge erarbeitet, verhandelt und letztlich vom Notar öffentlich beurkundet werden<sup>82</sup>. Die in der Praxis häufigen notariellen Standardurkunden werden gerade im Bereich der professionellen Anleger zunehmend von internationalen Vertragsstandards entsprechenden, massgeschneiderten und von beiden Parteien verhandelten Verträgen abgelöst<sup>83</sup>.

Bei einem *Share Deal* ist neben der Due Diligence-Prüfung der zugrunde liegenden Immobilien auch eine gesellschaftsrechtliche Due Diligence der diese haltenden (und zu verkaufenden) Gesellschaft erforderlich, da aus rechtlicher Sicht die Anteilsrechte letzterer den Kaufgegenstand bilden<sup>84</sup>. Dementsprechend ist bezüglich der Anteile der Gesellschaft ein Aktienkaufvertrag abzuschliessen<sup>85</sup>.

Bei beiden Transaktionsvarianten ist ein besonderes Augenmerk auf die Formulierung von *Gewährleistungsklauseln* zu richten<sup>86</sup>. Der Verkäufer haftet dem Käufer grundsätzlich für die zugesicherten Eigenschaften sowie allfällige physischen oder rechtlichen Mängel<sup>87</sup>. Allerdings kann die Gewährleistung von den Vertragsparteien reduziert oder u.U. gar ausgeschlossen werden<sup>88</sup>. Gegebenenfalls erwarten professionelle Anleger auch Schadensersatzpflichtungen des Verkäufers<sup>89</sup>.

Zudem sind im Rahmen der Vertragsverhandlungen auch mögliche, mit dem Kauf verbundene *Steuerfolgen* zu berücksichtigen (sowie die Zuteilung der konkret anfallenden Steuern und Gebühren zu Lasten einer oder beider Parteien inkl. Regelung bezüglich Mehrwertsteuer, kantonaler Grundstückgewinn- oder Handänderungssteuern)<sup>90</sup>.

#### 4. Immobilienfinanzierung

Nebst den Finanzierungsmöglichkeiten durch Eigenkapital stehen einem Anlagevehikel auch verschiedene Möglichkeiten der Fremdfinanzierung zur Verfügung<sup>91</sup>. Dabei sind Finanzierungen auf Stufe des Anlagevehikels und auf Stufe des Investitionsobjekts zu unterscheiden<sup>92</sup>. Bei der klassischen Immobilienfinanzierung steht die Finanzierung mittels Baukrediten und Hypotheken im Vordergrund<sup>93</sup>. Zudem können Anlagevehikel u.U. andere Kreditfinanzierungen in Anspruch nehmen<sup>94</sup>.

Aus Sicht des investierenden Anlagevehikels ergibt sich der zulässige Grad einer Fremdfinanzierung aus den anwendbaren Anlagerestriktionen<sup>95</sup>. Mithin sind die verschiedenen Möglichkeiten der Fremdfinanzierung für Anlagevehikel im Immobilienbereich bei der Ausgestaltung der Anlagestrategie, der rechtlichen Strukturierung und insbesondere bei der Erstellung der Anlagereglemente von besonderer Bedeutung.

### III. KAG-regulierte indirekte Immobilienanlagen

#### 1. Vertraglicher Immobilienfonds

Der vertragliche Immobilienfonds (nachfolgend: Immobilienfonds) ist der eigentliche Prototyp einer schweizerischen, regulierten kollektiven Kapitalanlage für Immobilienanlagen. Anlagen in Immobilienfonds verzeichneten in den letzten Jahren ein stetiges Wachstum<sup>96</sup>. Die rechtlichen Grundlagen des Immobilienfonds sind in Art. 58 ff. KAG sowie Art. 86 ff. KKV geregelt<sup>97</sup>. Im Wesentlichen gelten für den Immobilienfonds die allgemeinen Bestimmungen eines vertraglichen Anlagefonds

<sup>79</sup> GONDRING/WAGNER (FN 32), 346.

<sup>80</sup> GONDRING/WAGNER (FN 32), 341 ff.

<sup>81</sup> IMHOFF/SCHUBIGER (FN 73), 474 f.

<sup>82</sup> Art. 216 Abs. 1 des Bundesgesetzes betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches vom 30. März 1911 (Fünfter Teil: Obligationenrecht, OR), SR 220; VISCHER/HÄNNI (FN 63), 615 f.; IMHOFF/SCHUBIGER (FN 73), 475 ff.; für die Übertragung von Immobilien kommt auch das Instrument der Vermögensübertragung in Frage, vgl. dazu ALEXANDER VOGEL/MICHAEL GÜNTNER, Immobilien und immobilienbezogene Rechte als Objekte einer Vermögensübertragung, AJP 2015, 1026 ff.

<sup>83</sup> MAJA R. BAUMANN, Gewährleistungen in Grundstückkaufverträgen mit professionellen Investoren, AJP 2010, 1269 ff.; VISCHER/HÄNNI (FN 63), 626; MARKUS VISCHER/LUCAS HÄNNI, M&A-Standard auch für den Immobilienkauf: ein Mustervertrag, AJP 2015, 624.

<sup>84</sup> GONDRING/WAGNER (FN 32), 346.

<sup>85</sup> Art. 184 Abs. 1 OR; IMHOFF/SCHUBIGER (FN 73), 480 f.

<sup>86</sup> WETZEL (FN 14), 144; BAUMANN (FN 83), 1270 ff.

<sup>87</sup> Art. 197 Abs. 1 OR; WETZEL (FN 14), 144; IMHOFF/SCHUBIGER (FN 73), 482.

<sup>88</sup> Art. 199 OR; Art. 100 OR; WETZEL (FN 14), 144; BAUMANN (FN 83), 1270 ff.

<sup>89</sup> BAUMANN (FN 83), 1270.

<sup>90</sup> BAUMANN (FN 83), 1274.

<sup>91</sup> GONDRING/WAGNER (FN 32), 350 ff.

<sup>92</sup> GONDRING/WAGNER (FN 32), 352.

<sup>93</sup> GONDRING/WAGNER (FN 32), 350 ff.

<sup>94</sup> Art. 312 OR; PETER V. KUNZ, Unternehmensfinanzierung sowie Konzernfinanzierung, in: Kunz/Jörg/Arter (Hrsg.), Entwicklungen im Gesellschaftsrecht V, Bern 2010, 62 ff.

<sup>95</sup> BRAND (FN 4), 211 ff.

<sup>96</sup> SFAMA (FN 21), 5.

<sup>97</sup> BSK KAG-BÜRGI/NORDMANN/MOSKRIC, Art. 58 N 1 ff.

für Effekten, allerdings in Kombination mit immobilien-spezifischen Besonderheiten<sup>98</sup>.

Immobilienfonds sind offene kollektive Kapitalanlagen, welche die kollektive Kapitalanlage in Immobilienwerte bezwecken<sup>99</sup>. Sie werden zwingend von einer KAG-regulierten, schweizerischen Fondsleitungsgesellschaft verwaltet und das Portfoliomanagement wird von dieser – bzw. im Fall einer Delegation von einem regulierten Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen – ausgeübt<sup>100</sup>. Die Fondsleitung muss mindestens zwei natürliche Personen oder eine juristische Person als FINMA akkreditierte(n) Schätzungsexperten beauftragen<sup>101</sup>.

Die Anleger eines Immobilienfonds sind (ohne Einschränkung) berechtigt, innert einer Frist von zwölf Monaten die Rücknahme ihrer Anteile zu verlangen<sup>102</sup>. Ausserdem muss bei Publikumsfonds ein regelmässiger Handel im Sekundärmarkt sichergestellt werden<sup>103</sup>. Allerdings sollten Anleger trotz der offenen Struktur von Immobilienfonds über einen mittelfristigen bis langen Anlagehorizont verfügen<sup>104</sup>.

Der Fondsvertrag bzw. Prospekt bedarf – vor der Produkt lancierung sowie bei allfälligen Änderungen – einer vorgängigen Genehmigung durch die FINMA<sup>105</sup>. Ein Immobilienfonds darf Anlagen in die oben genannten Immobilienwerte (vgl. Ziff. II.1.1 und Ziff. II.1.2) tätigen, dies unter Einhaltung der Anlagerichtlinien, welche im Fondsvertrag aufgeführt werden<sup>106</sup>. So sind die Immobilienanlagen eines Immobilienfonds nach Objekten, Nutzungsart, Alter und Bausubstanz zu diversifizieren<sup>107</sup>.

Konkret muss ein Immobilienfonds seine Anlagen auf mindestens zehn Grundstücke verteilen, wobei der Verkehrswert eines Grundstücks nicht mehr als 25% des Fondsvermögens betragen darf<sup>108</sup>. Zudem dürfen Bauland (inkl. Abbruchobjekte und angefangene Bauten) sowie Baurechtsgrundstücke jeweils höchstens 30% des Fondsvermögens ausmachen<sup>109</sup>. Zusammen dürfen Bauland und Baurechtsgrundstücke höchstens 40% des

Fondsvermögens betragen<sup>110</sup>. Im Einzelfall kann die FINMA Abweichungen von diesen Vorschriften zulassen, wenn gute Gründe vorhanden sind<sup>111</sup>. Sollen diese Vorschriften nicht eingehalten werden, kann die Kategorie der übrigen Fonds für traditionelle oder alternative Anlagen möglicherweise als Auffangbecken dienen, um das Produkt – ohne Einhaltung aller Anlagebeschränkungen eines Immobilienfonds – in dieser Kategorie von der FINMA genehmigen zu lassen<sup>112</sup>.

Die Fondsleitung, die Depotbank sowie deren Beauftragte und ihnen nahestehende natürliche und juristische Personen dürfen aufgrund des gesetzlichen Übernahme- und Abtretungsverbots von Immobilienfonds grundsätzlich keine Immobilienwerte übernehmen oder ihnen abtreten<sup>113</sup>. Ausnahmsweise kann die FINMA in begründeten Einzelfällen Ausnahmen vom Verbot von Geschäften mit nahestehenden Personen gewähren<sup>114</sup>. Dies setzt voraus, dass diese Möglichkeit in den massgebenden Dokumenten der kollektiven Kapitalanlage vorgesehen ist, die Ausnahme im Interesse der Anleger ist und zusätzlich zur Schätzung der ständigen Schätzungsexperten des Immobilienfonds ein weiterer unabhängiger Schätzungsexperte die Marktkonformität des Kaufs- und Verkaufspreises des Immobilienwertes sowie der Transaktionskosten bestätigt<sup>115</sup>.

Nach Abschluss der Transaktion muss die Fondsleitung einen Bericht betreffend die einzelnen übernommenen oder übertragenen Immobilienwerte sowie die Marktkonformität des Preises erstellen<sup>116</sup>. Zudem hat die Prüfungsgesellschaft im Rahmen ihrer Prüfung der Fondsleitung die Einhaltung der besonderen Treuepflicht bei Immobilienanlagen zu bestätigen<sup>117</sup>. Ausserdem müssen die bewilligten Geschäfte mit nahestehenden Personen im Jahresbericht des Immobilienfonds erwähnt werden<sup>118</sup>.

Im Ergebnis ist der Immobilienfonds ein Anlageprodukt, welches mit Ausnahme von reinen Entwicklungsprojekten für Immobilienanlagen sehr gut geeignet ist. Die Anleger sind mit ihm vertraut und er ist zudem aufgrund seiner (hoch)regulierten Natur gerade auch gegenüber institutionellen und/oder selber regulierten Anlegern,

<sup>98</sup> Art. 58 ff. KAG; THOMAS JUTZI/SIMON SCHÄREN, Grundriss des schweizerischen Kollektivanlagenrechts, Bern 2014, 167 ff.

<sup>99</sup> Art. 58 KAG; JUTZI/SCHÄREN (FN 98), 167.

<sup>100</sup> Vgl. Ziff. VII.

<sup>101</sup> Art. 64 Abs. 1 KAG.

<sup>102</sup> Art. 66 Abs. 2 KAG und Art. 98 KKV.

<sup>103</sup> Art. 67 KAG.

<sup>104</sup> Die entsprechend der geringen Liquidität der unterliegenden Anlagen langen Kündigungsfristen bei schweizerischen Fonds (im Gegensatz zu beispielsweise deutschen Immobilienfonds) verhindern, dass es bei Preiseinbrüchen und hohen Rücknahmevermögen zur Schliessung der Anlagestruktur kommt; vgl. zum Ganzen CHRISTIAN SCHÖNFELD, Kollektive Kapitalanlagen in Krisensituationen, Diss. Zürich 2016, 324 ff. und 341 (= SGSZF 12).

<sup>105</sup> Art. 15 Abs. 1 lit. a und Art. 16 KAG.

<sup>106</sup> Art. 59 Abs. 1 KAG; Art. 36 KKV; JUTZI/SCHÄREN (FN 98), 167 f.

<sup>107</sup> Art. 62 KAG; PRIEN/ZIMMERMANN (FN 9), 402 f.

<sup>108</sup> Art. 87 Abs. 1 und 2 KKV.

<sup>109</sup> Art. 87 Abs. 3 lit. a und b KKV.

<sup>110</sup> Art. 87 Abs. 4 KKV.

<sup>111</sup> Art. 87 Abs. 5 KKV.

<sup>112</sup> Art. 68 ff. KAG; BSK KAG-BÜRGI/NORDMANN/MOSKRIC, Art. 58 N 9.

<sup>113</sup> Art. 63 Abs. 2 KAG; JUTZI/SCHÄREN (FN 98), 169 ff.

<sup>114</sup> Art. 63 Abs. 4 KAG; bei Immobilienwerten, an denen die Fondsleitung oder dieser nahestehende Personen *Bauprojekte* durchgeführt haben, dürfen keine Ausnahmen vom Verbot von Geschäften mit nahestehenden Personen bewilligt werden (Art. 32a Abs. 5 KKV); JEAN-YVES REBORD, La réglementation des placements collectifs immobiliers – Analyse systématique des différents organismes et appréciation critique du régime instauré par la loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux, SVIT 2009, 263 f.

<sup>115</sup> Art. 32a Abs. 1 KKV.

<sup>116</sup> Art. 32a Abs. 2 KKV.

<sup>117</sup> Art. 32a Abs. 3 KKV.

<sup>118</sup> Art. 32a Abs. 4 KKV.

wie insbesondere Pensionskassen und Versicherungen, sehr gut «verkäuflich».

## 2. Immobilien-SICAV

Der Gesetzgeber hat sich betreffend die Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (SICAV) an der luxemburgischen Gesetzgebung orientiert<sup>119</sup>. Die SICAV wurde bei ihrer Einführung als neues und innovatives Finanzprodukt wahrgenommen<sup>120</sup>. Rechtliche Grundlagen der Immobilien-SICAV sind die Art. 36 ff. KAG sowie Art. 86 ff. KKV<sup>121</sup>. Subsidiär sind die Bestimmungen des Aktienrechts (Art. 620 ff. OR) anwendbar<sup>122</sup>.

Die Immobilien-SICAV gehört zu den offenen kollektiven Kapitalanlagen und kann jederzeit neue Aktien ausgeben und zurücknehmen<sup>123</sup>. Die Immobilien-SICAV verfügt über Unternehmer- und Anlegeraktien<sup>124</sup>. Die aktienrechtlichen Vorschriften über die Kapitalerhöhung und -herabsetzung sind betreffend die Anlegeraktien weder auf die Ausgabe noch auf die Rücknahme von Anteilen der Immobilien-SICAV anwendbar<sup>125</sup>.

Hinsichtlich der Organisation einer Immobilien-SICAV ist die selbstverwaltete von der fremdverwalteten Immobilien-SICAV zu unterscheiden<sup>126</sup>. Bei der selbstverwalteten Immobilien-SICAV wird die Leitung durch den Verwaltungsrat oder eine von diesem eingesetzte Geschäftsleitung ausgeübt<sup>127</sup>. Bei der fremdverwalteten Immobilien-SICAV wird die Fondsadministration an eine bewilligte Fondsleitung delegiert<sup>128</sup>. Anlageentscheide bzw. das Portfoliomanagement darf eine (selbstverwaltete oder fremdverwaltete) Immobilien-SICAV nur an eine KAG-Fondsleitung oder einen beaufsichtigten Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen delegieren<sup>129</sup>. Die Konzeption der fremdverwalteten Immobilien-SICAV ist ideal für die Errichtung von *Private Label-Fonds*, bei denen Vermögensverwalter für Kundenanlagen ihren «eigenen» Fonds kreieren und zudem dort im Verwaltungsrat Einsitz haben können<sup>130</sup>.

Der Verwaltungsrat einer Immobilien-SICAV besteht aus mindestens drei und höchstens sieben Mitgliedern<sup>131</sup>. Weiter muss die Immobilien-SICAV mindestens zwei natürliche Personen oder eine juristische Person als FIN-MA akkreditierte(n) Schätzungsexperten beauftragen<sup>132</sup>.

Für die Immobilien-SICAV ist ein *Prospekt* erforderlich<sup>133</sup>. Die Immobilien-SICAV muss zudem über ein *Anlagereglement* verfügen, dessen Inhalt sich grundsätzlich nach den Bestimmungen des Immobilienfonds richtet<sup>134</sup>. Die Anleger einer Immobilien-SICAV sind gleich wie beim vertraglichen Immobilienfonds berechtigt, die Rücknahme ihrer Anteile unter Einhaltung einer Frist von zwölf Monaten auf das Ende eines Rechnungsjahres hin zu verlangen<sup>135</sup>. Zudem muss für dem Publikum offenstehende SICAV-Anteile ein regelmässiger Handel im Sekundärmarkt sichergestellt werden<sup>136</sup>. Auch betreffend das Übernahme- und Abtretungsverbot bei der Immobilien-SICAV kann weitgehend auf die obigen Ausführungen zum Immobilienfonds verwiesen werden (vgl. Ziff. III.1)<sup>137</sup>.

Die Immobilien-SICAV ist eine Alternative zu einem vertraglichen Immobilienfonds<sup>138</sup>. Sie bietet Anlegern den Vorteil etwas stärkerer Mitwirkungsrechte<sup>139</sup>. Sodann kann die Immobilien-SICAV wie oben erwähnt für Vermögensverwalter vorteilhaft sein, welche eine kollektive Kapitalanlage für ihre eigene Kundschaft lancieren möchten, ohne mit einer Drittfondsleitung zusammenzuarbeiten<sup>140</sup>. Zudem ist die Immobilien-SICAV auch aufgrund der Möglichkeit unterschiedliche Teilvermögen zu schaffen, attraktiv<sup>141</sup>.

## 3. (Regulierte) Immobilien-SICAF

Die Investmentgesellschaft mit festem Kapital (SICAF) ist eine Aktiengesellschaft gemäss Art. 620 ff. OR, deren einziger Zweck die kollektive Kapitalanlage ist<sup>142</sup>. Soweit das KAG keine besonderen Bestimmungen enthält, sind die Bestimmungen des OR anwendbar<sup>143</sup>. Die Firma der Gesellschaft muss die Bezeichnung der Rechtsform

<sup>119</sup> ARMIN KÜHNE, *Recht der kollektiven Kapitalanlagen in der Praxis – Unter Berücksichtigung von Anlagestiftungen und strukturierten Produkten*, 2. A., Zürich 2015, 208; SANDRO ABEGGLEN, *Kollektivanlagen*, in: Abegglen/Forstmoser/Zindel *et. al.* (Hrsg.), *Neuerungen im Schweizer Wirtschaftsrecht*, Zürich 2007, 84.

<sup>120</sup> ABEGGLEN (FN 119), 84.

<sup>121</sup> BSK KAG-RAYROUX/VOGT SCHOLLER, Art. 36 N 4 ff.

<sup>122</sup> BSK KAG-RAYROUX/VOGT SCHOLLER, Art. 36 N 6 ff.

<sup>123</sup> Art. 42 Abs. 1 KAG.

<sup>124</sup> Art. 36 Abs. 1 lit. b KAG.

<sup>125</sup> ABEGGLEN (FN 119), 84 f.

<sup>126</sup> BSK KAG-RAYROUX/VOGT SCHOLLER, Art. 36 N 8 f.

<sup>127</sup> Art. 51 Abs. 2 KAG.

<sup>128</sup> Art. 51 Abs. 5 KAG.

<sup>129</sup> Art. 36 Abs. 3 KAG; bzw. ein höherwertig reguliertes Institut.

<sup>130</sup> KÜHNE (FN 119), 209 und 249; indessen werden in der Praxis auch *Private Label-Fonds* immer noch zur Hauptsache als vertragliche Fonds aufgesetzt, in Zusammenarbeit mit einer Fondsleitung.

<sup>131</sup> Art. 51 Abs. 1 KAG.

<sup>132</sup> Art. 64 Abs. 1 KAG.

<sup>133</sup> Art. 51 Abs. 4 KAG.

<sup>134</sup> Art. 44 KAG; Art. 86 Abs. 1 KKV; KÜHNE (FN 119), 220.

<sup>135</sup> Art. 66 Abs. 2 KAG.

<sup>136</sup> Art. 67 KAG.

<sup>137</sup> Art. 63 Abs. 3 KAG; JUTZI/SCHÄREN (FN 98), 170 f.

<sup>138</sup> KÜHNE (FN 119), 209.

<sup>139</sup> KÜHNE (FN 119), 209.

<sup>140</sup> ABEGGLEN (FN 119), 86; vgl. auch FN 130 hievorig.

<sup>141</sup> ABEGGLEN (FN 119), 86; analog zum Aufsetzen neuer vertraglicher (Sub-)Fonds bzw. Anlagegruppen bei Anlagestiftungen.

<sup>142</sup> Art. 110 Abs. 1 KAG; KÜHNE (FN 119), 323 ff.; ABEGGLEN (FN 119), 86; CATRINA LUCHSINGER GÄHWILER, *Die SICAF – Versuch einer Grenzziehung anhand der Immobiliengesellschaft*, in: Zindel/Peyer/Schott (Hrsg.), *Wirtschaftsrecht in Bewegung*, Festschrift für Peter Forstmoser, Zürich 2008, 284.

<sup>143</sup> Art. 112 KAG.

oder die Abkürzung SICAF enthalten<sup>144</sup>. Die (regulierte) Immobilien-SICAF ist das aufsichtsrechtlich erfasste Pendant zur nichtregulierten Immobilieninvestmentgesellschaft (vgl. Ziff. V.1 und Ziff. V.2); sie unterscheidet sich von letzterer insbesondere dadurch, dass sie nicht über eine Börsenkotierung oder eine Beschränkung des Anlegerkreises auf qualifizierte Anleger verfügt.

Anders als bei einem Immobilienfonds und einer Immobilien-SICAV handelt es sich bei der Immobilien-SICAF um eine geschlossene kollektive Kapitalanlage, d.h. ohne Recht des Anlegers auf Rückgabe seiner Aktien zum Nettoinventarwert<sup>145</sup>. Im Unterschied zum Aktienrecht statuiert das KAG einige Besonderheiten: So müssen die Aktien der Immobilien-SICAF vollständig liberiert sein<sup>146</sup> und die Ausgabe von Stimmrechtsaktien, Partizipationsscheinen, Genussscheinen und Vorzugsaktien ist untersagt<sup>147</sup>.

Die Immobilien-SICAF muss die zulässigen Anlagen, die Anlagepolitik, die Anlagebeschränkungen, die Risikoverteilung sowie die mit den Anlagen verbundenen Risiken in den Statuten und im Anlagereglement definieren<sup>148</sup>. Über Änderungen des Anlagereglements entscheidet die Generalversammlung<sup>149</sup>. Zudem muss für die Immobilien-SICAF ein Prospekt erstellt werden<sup>150</sup>. Ausserdem ist wie beim Immobilienfonds die Ernennung von unabhängigen Schätzungsexperten erforderlich<sup>151</sup>.

Von der FINMA wurde bisher – soweit ersichtlich – noch keine einzige SICAF genehmigt<sup>152</sup>. Die Besteuerung der regulierten Immobilien-SICAF unterscheidet sich nicht von derjenigen der nichtregulierten Immobilieninvestmentgesellschaft (vgl. Ziff. V.1 und Ziff. V.2), doch überwiegen bei der Wahl einer der beiden Ausgestaltungsformen in der Praxis immer die Vorteile der nichtregulierten Struktur; zumal die regulierte Immobilien-SICAF mangels Rückgaberecht und mangels Kotierung an einer Börse für nichtqualifizierte Anleger kaum ein sinnvolles Finanzinstrument ist<sup>153</sup>. Im Ergebnis ist die regulierte SICAF faktisch eine Totgeburt.

#### 4. Immobilien-KGK

Im Ausland (insbesondere in diversen Offshore-Zentren) ist die sog. Limited Partnership (LP) ein Erfolgsmodell, welches auch von Schweizer Promotoren, meist für Private Equity-Anlagen, gerne verwendet wird<sup>154</sup>. Die schweizerische Variante der LP ist die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KGK)<sup>155</sup>. Ihre rechtlichen Grundlagen sind die Art. 98 ff. KAG, Art. 117 ff. KKV sowie Art. 594 ff. OR<sup>156</sup>. Sofern das KAG keine Spezialbestimmung enthält, sind grundsätzlich die Bestimmungen des OR über die Kommanditgesellschaft anwendbar<sup>157</sup>.

Die KGK ist eine Gesellschaft, deren ausschliesslicher Zweck die kollektive Kapitalanlage ist; es ist keine operative Tätigkeit zulässig<sup>158</sup>. In Anlehnung an die Kommanditgesellschaft gibt es bei der KGK beschränkt haftende Kommanditäre (*Limited Partners*) und einen oder mehrere unbeschränkt haftende Komplementäre (*General Partners*), wobei letztere immer nur für eine einzige KGK tätig sein dürfen<sup>159</sup>. Die Immobilien-KGK steht *ausschliesslich qualifizierten Anlegern* gemäss Art. 10 Abs. 3 KAG (beaufsichtigen Finanzintermediären und Versicherungseinrichtungen sowie öffentlich-rechtlichen Körperschaften, Vorsorgeeinrichtungen und Unternehmen mit professioneller Tresorerie) und Art. 119 Abs. 3<sup>bis</sup> KKV (vermögenden Privatpersonen gemäss Art. 6 Abs. 1 KKV, welche schriftlich erklärt haben, dass sie als qualifizierte Anleger gelten wollen) offen<sup>160</sup>.

Die Immobilien-KGK ist sodann eine KGK, welche Anlagen in Bau-, Immobilien- und Infrastrukturprojekte tätigt<sup>161</sup>. Die Anlage in eine Liegenschaft muss eine erhebliche Bautätigkeit alleine oder eine Bautätigkeit in Kombination mit einer Umzonung oder Umnutzung aufweisen und mithin einen Projektcharakter haben (*buy and develop*)<sup>162</sup>. Dieser ist insbesondere zur Abgrenzung der Immobilien-KGK vom Immobilienfonds i.S.v.

<sup>144</sup> Art. 111 Abs. 1 KAG.

<sup>145</sup> ABEGGLEN (FN 119), 87; Art. 9 Abs. 1 und 2 KAG.

<sup>146</sup> Art. 113 Abs. 1 KAG.

<sup>147</sup> Art. 113 Abs. 2 KAG.

<sup>148</sup> Art. 115 Abs. 1 KAG.

<sup>149</sup> Art. 115 Abs. 3 KAG.

<sup>150</sup> Art. 116 KAG.

<sup>151</sup> Art. 115 Abs. 2 i.V.m. 64 Abs. 1 KAG.

<sup>152</sup> Vgl. die Liste der genehmigten schweizerischen kollektiven Kapitalanlagen der FINMA, abrufbar unter: <<https://www.finma.ch/de/finma-public/bewilligte-institute-personen-und-produkte/>> (besucht am 7. März 2017).

<sup>153</sup> TONI HESS, Besteuerung der kollektiven Kapitalanlagen und deren Anleger, zsis) 2013, Aufsätze Nr. 3, 33; KÜHNE (FN 119), 323 f.; ABEGGLEN (FN 119), 88 f.

<sup>154</sup> Botschaft zum Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen vom 23. September 2005, BBL 2005, 6395 ff., 6422 f.; ABEGGLEN (FN 119), 80; PETER V. KUNZ, Die neue Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KkK) – Unternehmens- sowie Anlagemarktrecht, in: Kunz/Arter/Jörg (Hrsg.), Entwicklungen im Gesellschaftsrecht IV, Bern 2009, 48; ALEXANDER WYSS/MARIO KUMSCHICK, Private Equity Real Estate und die KGK, in: Gericke (Hrsg.), EIZ-Private Equity III, Zürich 2013, 215 f.

<sup>155</sup> Vgl. dazu WYSS/KUMSCHICK (FN 154), 215 ff.

<sup>156</sup> BSK KAG-DU PASQUIER/POSKRIAKOV, Art. 98 N 1 ff.

<sup>157</sup> Art. 99 KAG.

<sup>158</sup> Art. 98 Abs. 1 KAG.

<sup>159</sup> Art. 98 Abs. 1 und 2 KAG.

<sup>160</sup> BSK KAG-DU PASQUIER/POSKRIAKOV, Art. 98 N 26; JEAN-CLAUDE SPILLMANN, Die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen – Gesellschaftsrecht, Regulierung und Steuerrecht, Diss. Zürich 2016, 166 ff. (= SGSZF 13); Art. 98 Abs. 3 KAG; Art. 119 Abs. 3<sup>bis</sup> i.V.m. Art. 6a Abs. 1 KKV.

<sup>161</sup> Art. 103 Abs. 2 KAG i.V.m. Art. 121 Abs. 1 lit. a KKV.

<sup>162</sup> BSK KAG-DU PASQUIER/POSKRIAKOV, Art. 103 N 11.

Art. 58 KAG erforderlich<sup>163</sup>. Ein reines Halten einer Liegenschaft durch die Immobilien-KGK ohne Durchführung eines Bau- und Immobilienprojekts (*buy and hold*) ist nach der Praxis der FINMA nicht zulässig, da bei einer solchen Anlage der notwendige Projektcharakter nicht vorliegt<sup>164</sup>.

Bei der Immobilien-KGK handelt es sich um eine kollektive Kapitalanlage in Form einer Personengesellschaft<sup>165</sup>. Die Geschäftsführung der Immobilien-KGK wird durch die Komplementär-AG besorgt<sup>166</sup>. Diese muss zwingend eine AG nach Art. 620 ff. OR mit Sitz in der Schweiz sein<sup>167</sup>. Die für die Verwaltung und Geschäftsführung der Immobilien-KGK bzw. Komplementär-AG verantwortlichen Personen müssen einen guten Ruf geniessen, Gewähr für eine einwandfreie Geschäftsführung bieten sowie über das nötige Fachwissen verfügen<sup>168</sup>. Organisatorische Fragen gehören mit zu den grössten Hürden beim Aufsetzen der Immobilien-KGK<sup>169</sup>. Insbesondere sind die Funktionentrennung, die Anlageprozesse, das interne Kontrollsystem, das Risikomanagement sowie die Compliance von Bedeutung<sup>170</sup>. Für eine Immobilien-KGK müssen nach Praxis der FINMA wie beim Immobilienfonds Schätzungsexperten akkreditiert werden<sup>171</sup>.

Der *Prospekt* und der *Gesellschaftsvertrag* sind grundsätzlich auf Basis des SECA-Mustervertrags zu erstellen und werden in einem Dokument konsolidiert<sup>172</sup>. Der Gesellschaftsvertrag muss von der FINMA genehmigt werden<sup>173</sup>. Die Immobilien-KGK verfügt über ein Anlageeregiment; dabei gibt es, im Gegensatz zu den anderen, regulierten Strukturen, keine zwingenden Anlagevorschriften betreffend eine minimale Diversifikation<sup>174</sup>.

Die Kommanditäre leisten ihren Vermögensbeitrag nach Abruf des Kapitals (*Capital Call*)<sup>175</sup>. Sind die Investitionen der Immobilien-KGK erfolgreich, erhalten die Kommanditäre nach dem Exit gegen Ende der Laufzeit

der Immobilien-KGK das investierte Kapital sowie die Rendite ausbezahlt<sup>176</sup>.

Bei einer Immobilien-KGK haben die Anleger keinen Rechtsanspruch auf Rückgabe ihrer Anteile zum Nettoinventarwert während der Laufzeit der Immobilien-KGK<sup>177</sup>. Dies entspricht dem Charakter der Immobilien-KGK als geschlossene kollektive Kapitalanlage<sup>178</sup>.

Gemäss Art. 121 Abs. 3 KKV sind Bau-, Immobilien- und Infrastrukturprojekte<sup>179</sup> von nahestehenden Personen verboten (*Verbotstatbestand 1*)<sup>180</sup>. Nebst dem Treffen von Anlageentscheiden, d.h. der eigentlichen Vermögensverwaltungstätigkeit, darf die Immobilien-KGK faktisch nicht zu einer operativen Gesellschaft mit unternehmerischem Zweck werden<sup>181</sup>. Aus diesem Grund darf eine Bauunternehmung etwa keine Immobilien-KGK gründen, um darüber eigene Bau- und Immobilienprojekte zu finanzieren<sup>182</sup>. Stattdessen soll die Immobilien-KGK – ohne selbst eine operative Tätigkeit auszuüben – in Drittprojekte investieren, um für die Anleger eine Rendite zu erzielen<sup>183</sup>.

Art. 121 Abs. 4 KKV sieht vor, dass einer Immobilien-KGK nahestehende Personen von dieser weder Immobilienwerte und Infrastrukturwerte übernehmen noch ihr solche abtreten dürfen (*Verbotstatbestand 2*). Um Umgehungen zu verhindern, ist es dem Verkäufer eines Immobilien- oder Infrastrukturwerts untersagt, nach dem Verkauf eine nahestehende Person zu werden<sup>184</sup>.

Als *nahestehende Personen* der Immobilien-KGK gelten:

- Komplementär-AG;
- für die Verwaltung und Geschäftsführung verantwortliche Personen;
- der Komplementär-AG nahestehende natürliche und juristische Personen; sowie
- Anleger<sup>185</sup>.

Weiter gilt nach *Praxis der FINMA* als nahestehende Person, wer mit einer der vorgenannten Personen direkt oder indirekt finanziell oder personell «verflechtet»

<sup>163</sup> BSK KAG-DU PASQUIER/POSKRIAKOV, Art. 103 N 11.

<sup>164</sup> BSK KAG-DU PASQUIER/POSKRIAKOV, Art. 103 N 11.

<sup>165</sup> BSK KAG-DU PASQUIER/POSKRIAKOV, Art. 98 N 3.

<sup>166</sup> BSK KAG-DU PASQUIER/POSKRIAKOV, Art. 98 N 7; vgl. BENJAMIN WEIBEL/THOMAS ISELI, Sind Vermögensverwalter von Kommanditgesellschaften für kollektive Kapitalanlagen bewilligungspflichtig?, Jusletter, 12. Dezember 2016, 2 ff.

<sup>167</sup> Art. 98 Abs. 2 KAG.

<sup>168</sup> Art. 14 Abs. 1 lit. a KAG.

<sup>169</sup> Vgl. THOMAS WIRTH/CHRISTIAN BÖGLI/MARCO VALENTI, Interne Organisation von Vermögensverwaltern kollektiver Kapitalanlagen – Aufsichtsrechtliche Anforderungen an eine ordnungsgemässe Betriebsorganisation, ST 2012, 560 ff.

<sup>170</sup> Vgl. WIRTH/BÖGLI/VALENTI (FN 169), 561 ff.

<sup>171</sup> Vgl. Ziff. III.1.

<sup>172</sup> Die Swiss Funds & Asset Management Association SFAMA und die SECA – Swiss Private Equity & Corporate Finance Association haben eine Musterdokumentation erstellt, um das Bewilligungsverfahren zu vereinfachen; abrufbar unter: <<http://www.seca.ch/Templates/Templates/LP-Musterdokumentation.aspx>> (besucht am 7. März 2017).

<sup>173</sup> Art. 15 Abs. 1 lit. c KAG.

<sup>174</sup> SPILLMANN (FN 160), 165.

<sup>175</sup> Vgl. SECA/SFAMA-Muster-Dokumentation (FN 172), 6.

<sup>176</sup> Vgl. SECA/SFAMA-Muster-Dokumentation (FN 172), 15.

<sup>177</sup> Art. 9 Abs. 2 KAG.

<sup>178</sup> Art. 9 Abs. 1 KAG.

<sup>179</sup> U.E. sind folgende Kriterien ein Indiz dafür, dass ein Projekt i.S.v. Art. 121 Abs. 3 KKV vorliegt: (i) Planung, (ii) Zielvorgabe, (iii) Projektleitung, (iv) Bautätigkeit/Entwicklung, (v) zeitliche Begrenzung und (vi) sachlicher Bezug zum Immobilienbereich.

<sup>180</sup> EIDGENÖSSISCHES FINANZDEPARTEMENT EFD, Erläuterungsbericht zur Revision der Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen (KKV) vom 13. Februar 2013 («Erläuterungsbericht 2013»), 23; BSK KAG-DU PASQUIER/POSKRIAKOV, Art. 103 N 11a.

<sup>181</sup> Vgl. Art. 2 Abs. 2 lit. d KAG i.V.m. Art. 117 Abs. 1 KKV; FINMA-Mitteilung 16 (2010), 8.

<sup>182</sup> Erläuterungsbericht 2013 (FN 180), 23.

<sup>183</sup> Vgl. Art. 2 Abs. 2 lit. d KAG i.V.m. Art. 117 Abs. 1 KKV; Erläuterungsbericht 2013 (FN 180), 23.

<sup>184</sup> Vgl. FINMA-Mitteilung 49 (2013), 7.

<sup>185</sup> Art. 121 Abs. 4 KKV.

ist<sup>186</sup>. Dies ist gegeben, wenn durch die wirtschaftliche oder rechtliche Verbindung direkt oder indirekt Einfluss auf die Geschäftstätigkeit der vorstehend erwähnten Personen ausgeübt werden kann (und geht mithin über blosser Berührungspunkte im Geschäftsverkehr hinaus)<sup>187</sup>. Anwendungsfälle von nahestehenden Personen sind die von der Immobilien-KGK beauftragten Architekten oder Bauunternehmer<sup>188</sup>.

Grössere Promotoren lancieren i.d.R. mehrere Produkte in Form der Immobilien-KGK. Hier ist namentlich auf die Problematik des *Cherry Pickings* hinzuweisen<sup>189</sup>. Denn es ist selbstredend unzulässig, dass vielversprechende Investitionen nur durch einzelne (privilegierte) Immobilien-KGK durchgeführt und «zweitklassige» Projekte über (schlechte) Immobilien-KGK finanziert werden<sup>190</sup>.

Die Implementierung und Beachtung eines *Code of Conduct* zum Umgang mit Interessenkonflikten und insbesondere betreffend die Zuteilung von Projekten innerhalb einer Gruppe sind geeignete Massnahmen zur Lösung dieser Problematik. Basierend auf einer darin enthaltenen Checkliste kann aufgrund von *ex ante*- und *ad hoc*-Kriterien durch die Geschäftsleitung der Komplementär-AG geprüft und dokumentiert werden, ob und wie allfällige potentielle oder tatsächliche Interessenkonflikte sachgerecht gelöst werden.

Unter dem Strich ist die Immobilien-KGK – entgegen eher kritischen Stimmen in der Literatur zur KGK generell – aus heutiger Sicht, insbesondere für Promotoren mit einem geographischen Fokus auf die Schweiz und institutionellen Anlegern mit Sitz in der Schweiz, ein attraktives Anlagevehikel für Anlagen in Bau-, Entwicklungs- und Infrastruktur-Projekte, welches immer häufiger angetroffen wird<sup>191</sup>.

#### IV. Immobilienanlagestiftung nach BVG

Immobilienanlagestiftungen wurden in den letzten Jahren aufgrund ihrer steuerlich bevorzugten Behandlung sowie der im Vergleich zu einer kollektiven Kapitalanlage gemäss KAG weniger ausgeprägten Regulierung

als Anlagevehikel immer beliebter<sup>192</sup>. Sie sind wohl die eigentlichen Gewinner des Trends in Richtung indirekte Immobilienanlagen sowie der ständig zunehmenden Regulierung im Fondsbereich<sup>193</sup>. Die Immobilienanlagestiftung bezweckt, wie jede Anlagestiftung nach BVG, die kollektive Anlage und Verwaltung von Vorsorgegeldern der investierenden Vorsorgeeinrichtungen<sup>194</sup>. Rechtsgrundlagen der Immobilienanlagestiftung bilden die Art. 53g ff. BVG, Art. 1 ff. ASV, Art. 12 Abs. 2 und 3 i.V.m. Art. 21 f. BVV 1<sup>195</sup>, stellenweise die BVV 2 (Verweis auf einzelne Bestimmungen<sup>196</sup>) sowie subsidiär die Art. 80-89a ZGB<sup>197</sup>. Teilweise erfolgte die Regulierung der Anlagestiftung in Anlehnung an das KAG<sup>198</sup>. Die Immobilienanlagestiftung befindet sich mithin im Anwendungsbereich von Vorsorgerecht, ZGB-Stiftungsrecht und Kollektivanlagenrecht<sup>199</sup>.

Der Stiftungsrat einer Immobilienanlagestiftung muss aus mindestens drei Mitgliedern bestehen, wobei eine Minderheit der Mitglieder des Stiftungsrats von der Stifterin ernannt werden darf<sup>200</sup>. Maximal ein Drittel der Mitglieder des Stiftungsrats dürfen auf Personen entfallen, welche mit der Geschäftsführung, Verwaltung oder Vermögensverwaltung der Immobilienanlagestiftung betraut sind (Drittelsregel)<sup>201</sup>.

Vor der Errichtung einer Immobilienanlagestiftung muss ein aufsichtsrechtliches Verfahren vor der OAK durchlaufen werden<sup>202</sup>. Von besonderer Bedeutung ist daher auch die Ausgestaltung einer angemessenen Betriebsorganisation, welche die Funktionsfähigkeit der Immobilienanlagestiftung sicherstellen soll und durch den Stiftungsrat der Immobilienanlagestiftung gewährleistet

<sup>186</sup> FINMA-Mitteilung 49 (2013), 7.

<sup>187</sup> Vgl. Art. 91a Abs. 1 und 2 KKV; vgl. BSK KAG-BÜRGI/NORDMANN/MOSKRIC, Art. 63 N 10.

<sup>188</sup> FINMA-Mitteilung 49 (2013), 7.

<sup>189</sup> Erläuterungsbericht 2013 (FN 180), 23; ROGER GRONER, *Private Equity-Recht*, Bern 2007, 5.

<sup>190</sup> GRONER (FN 189), 5.

<sup>191</sup> Vgl. KUNZ (FN 154), 69; MARCO DUSS/JULIA VON AH, *Zur Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen – Von der Bauchlage «ad acta»?», ST 2008, 91; SPILLMANN (FN 160), 271 ff.; ALEXANDER VOGEL/DANIEL SCHÄR, *Die Kommanditgesellschaft nach KAG als Anlagevehikel für Private Equity – Regulatorische und steuerliche Aspekte*, ST 2007, 482; WYSS/KUMSCHICK (FN 154), 235 f. und 241 f.*

<sup>192</sup> ABEGLLEN/BIANCHI/HOCHSTRASSER (FN 71), 2 ff.; vgl. ARMIN KÜHNE, *Erstmalige Kodifikation der schweizerischen Anlagestiftung*, in: Lengnauer/Rezzonico (Hrsg.), *Chancen und Risiken rechtlicher Neuerungen 2011/2012*, Zürich 2012, 81 ff.; LAURENCE UTTINGER/ALINE ULMER, *Die Anlagestiftung*, AJP 2012, 1515 ff.

<sup>193</sup> BLEISCH (FN 30), 501 f.

<sup>194</sup> Art. 53g Abs. 1 BVG.

<sup>195</sup> Verordnung über die Aufsicht in der beruflichen Vorsorge vom 10. und 22. Juni 2011 (BVV 1), SR 831.435.1.

<sup>196</sup> Vgl. Art. 8 Abs. 1 ASV.

<sup>197</sup> Art. 53g Abs. 1 und 2 BVG; Schweizerisches Zivilgesetzbuch vom 10. Dezember 1907 (ZGB), SR 210; ABEGLLEN/BIANCHI/HOCHSTRASSER (FN 71), 2.

<sup>198</sup> Vgl. Erläuterungen zur Verordnung über die Anlagestiftungen (ASV), abrufbar unter: <[http://www.oak-bv.admin.ch/fileadmin/dateien/Regulierung/ASV\\_erlaeuterungen.pdf](http://www.oak-bv.admin.ch/fileadmin/dateien/Regulierung/ASV_erlaeuterungen.pdf)> (besucht am 7. März 2017), 43 und 57.

<sup>199</sup> ABEGLLEN/BIANCHI/HOCHSTRASSER (FN 71), 2; ALINE KRATZ-ULMER, *Stellt die Anlagestiftung eine «falsa demonstratio» des Gesetzgebers dar?*, AJP 2016, 1608 f.; KÜHNE (FN 192), 84 f.; UTTINGER/ULMER (FN 192), 1521; JEAN-YVES REBORD/OLIVIER KLUNGE, *Entrée en vigueur de l'ordonnance sur les fondations de placement et modification de la réglementation sur les placements collectifs de capitaux, quelle application du principe «same business, same risks, same rules» pour les placements collectifs immobiliers?*, SZW 2013, 275 f.

<sup>200</sup> Art. 5 Abs. 1 und 2 ASV.

<sup>201</sup> Art. 8 Abs. 2 ASV.

<sup>202</sup> Art. 21 i.V.m. Art. 12 Abs. 2 und 3 BVV 1; KÜHNE (FN 192), 85.

werden muss<sup>203</sup>. Dabei sind die Ausgestaltung des internen Kontrollsystems, des Risikomanagements sowie der Compliance von besonderer Bedeutung<sup>204</sup>. Weiter kann der Stiftungsrat unter gewissen Voraussetzungen Aufgaben an Dritte delegieren, welche jedoch zur Ausübung der Vermögensverwaltung über den erforderlichen regulatorischen Bewilligungsstatus verfügen müssen<sup>205</sup>. Ausserdem müssen für die Immobilienanlagestiftung mindestens zwei natürliche Personen oder eine juristische Person mit Sitz in der Schweiz als Schätzungsexperten mandatiert werden<sup>206</sup>.

Das eigentliche Anlageprodukt einer Immobilienanlagestiftung sind deren Anlagegruppen bzw. die Ansprüche der Anleger an denselben<sup>207</sup>. Hier sind die folgenden Aspekte erwähnenswert. Erstens muss bei Anlagegruppen im Bereich Immobilien zwingend ein *Prospekt* erstellt werden<sup>208</sup>. Zweitens ist die korrekte Ausgestaltung der *Anlagerichtlinien* wichtig, da diese (auch) regulatorischen Minimalanforderungen genügen müssen<sup>209</sup>. Drittens existieren regulatorische Verkaufsbeschränkungen (*Selling Restrictions*), welche die Immobilienanlagestiftung verpflichten, ihre Ansprüche nur den nachfolgenden Anlegern zugänglich zu machen: (i) Vorsorgeeinrichtungen und andere steuerbefreite Einrichtungen mit Sitz in der Schweiz, welche gemäss ihrem Zweck der beruflichen Vorsorge dienen und (ii) Personen, welche kollektive Anlagen solcher Einrichtungen verwalten, von der FINMA beaufsichtigt werden und bei der Immobilienanlagestiftung ausschliesslich Gelder dieser Einrichtungen investieren<sup>210</sup>.

Die *Praxis der OAK* sieht zur Vorprüfung von Immobilienanlagestiftungen ein standardisiertes Verfahren vor<sup>211</sup>. Die Anforderungen an die Immobilienanlagestiftung umfassen insbesondere Anforderungen an deren Organisation, Infrastruktur, Verträge mit Dritten, Prozesse, Risikomanagement, internes Kontrollsystem, verantwortliche Personen (allgemeine und fachliche Anforderungen), die Delegation von Aufgaben, die Vermeidung von Interessenkonflikten (beispielsweise mittels eines *Code of Conduct*), die Buchführung und Rechnungslegung sowie generell die Befolgung von gesetzlichen Vorschriften, Weisungen und Mitteilungen der OAK<sup>212</sup>.

Transaktionen mit Nahestehenden sind nicht verboten, müssen aber gegenüber der Revisionsstelle offengelegt werden<sup>213</sup>. Nichtsdestotrotz war die Praxis der OAK in diesem Zusammenhang in der Vergangenheit eher restriktiv.

In steuerlicher Hinsicht ist schliesslich auf die diversen Lösungsansätze für die steuerlich effiziente Immobilienübertragung von investierenden Pensionskassen auf Immobilienanlagestiftungen u.a. mittels *Immobilien Asset Swaps* hinzuweisen<sup>214</sup>.

Insgesamt steht mit der Immobilienanlagestiftung ein reguliertes und doch relativ flexibles und steuerlich attraktives Anlagevehikel zur Verfügung, das von einer starken Nachfrage seitens der Vorsorgeeinrichtungen profitiert<sup>215</sup>.

## V. Nichtregulierte Anlagevehikel und Rechtsformen

### 1. Börsenkotierte Immobilieninvestmentgesellschaft

Nicht zu verwechseln mit den börsenkotierten (operativen) Immobiliengesellschaften (siehe dazu Ziff. V.3) sind die börsenkotierten Immobilieninvestmentgesellschaften. Immobilieninvestmentgesellschaften sind gewöhnliche Aktiengesellschaften, deren ausschliesslicher Zweck die kollektive Kapitalanlage mit der Erzielung von Erträgen und/oder Kapitalgewinnen ist und die keine unternehmerische Tätigkeit verfolgen<sup>216</sup>. Immobilieninvestmentgesellschaften, die auch nichtqualifizierten Anlegern offenstehen, sind dem KAG (sowie der Aufsicht der FINMA) nur dann nicht unterstellt, wenn sie an einer Schweizer Börse kotiert sind<sup>217</sup>. Diese Ausnahme wird damit begründet, dass die Börsenkotierung bzw. die Regularien der SIX bzw. BX und die damit verbundenen Transparenzvorschriften für kotierte Gesellschaften einen ausreichenden Anlegerschutz gewährleisten<sup>218</sup>. Die Rechtsgrundlagen der börsenkotierten Immobilieninvestmentgesellschaft sind mithin die Bestimmun-

<sup>203</sup> Art. 6 Abs. 2 ASV; UTTINGER/ULMER (FN 192), 1518.

<sup>204</sup> KÜHNE (FN 192), 89 f.

<sup>205</sup> Art. 7 Abs. 1 und 2 ASV; KÜHNE (FN 192), 89.

<sup>206</sup> Art. 11 Abs. 1 ASV.

<sup>207</sup> ABEGGLEN/BIANCHI/HOCHSTRASSER (FN 71), 3; UTTINGER/ULMER (FN 192), 1520.

<sup>208</sup> Art. 37 Abs. 2 ASV.

<sup>209</sup> Art. 27 ASV; vgl. dazu ROLAND KRIEMLER, *Anlagestiftungen: Investieren nach BVV 2 und ASV – Ungünstig abgestimmte Vorschriften erschweren das Investieren nach BVG und dessen Verordnungen*, EF 5/2016, 360 ff.; KÜHNE (FN 192), 88.

<sup>210</sup> Art. 1 ASV; ABEGGLEN/BIANCHI/HOCHSTRASSER (FN 71), 3 f.

<sup>211</sup> OAK-Weisungen 1/2016 «Anforderungen an Anlagestiftungen», abrufbar unter: <<http://www.oak-bv.admin.ch/de/regulierung/weisungen/>> (besucht am 7. März 2017), 1 ff.

<sup>212</sup> OAK-Weisungen 1/2016 (FN 211), 1 ff.

<sup>213</sup> Art. 8 Abs. 1 ASV i.V.m. Art. 51c Abs. 1 und 2 BVG; REBORD/KLUNGE (FN 199), 288 f.

<sup>214</sup> MAJA BAUER-BALMELLI/NILS O. HARBEKE, *Immobilien Asset Swap und Ersatzbeschaffung – Steuerneutrale Restrukturierung eines Immobilienbetriebs*, ST 2011, 490 ff.; REBORD/KLUNGE (FN 199), 277; BLEISCH (FN 30), 503 f.; SCHUMACHER (FN 27), 26 f.

<sup>215</sup> ABEGGLEN/BIANCHI/HOCHSTRASSER (FN 71), 5 f.

<sup>216</sup> Art. 65 Abs. 1 des Kotierungsreglements der SIX vom April 2016 (KR), abrufbar unter: <<https://www.six-exchange-regulation.com/de/home/regulation/issuer.html>> (besucht am 7. März 2016); BRAND (FN 4), 171 ff.; JUTZI/SCHÄREN (FN 98), 234.

<sup>217</sup> Art. 2 Abs. 3 i.V.m. Art. 110 Abs. 1 lit. c KAG; JUTZI/SCHÄREN (FN 98), 234.

<sup>218</sup> DIETER GERICKE/VANESSA ISLER, *Private Equity-Fonds und -Gesellschaften: Regulierte und unregulierte Rechtsformen*, in: Gericke (Hrsg.), *EIZ-Private Equity III*, Zürich 2013, 45.

gen des Aktienrechts gemäss Art. 620 ff. OR<sup>219</sup>. Zudem sind die anwendbaren Börsenregularien zu berücksichtigen, d.h. insbesondere das Kotierungsreglement der SIX Swiss Exchange (nachfolgend: SIX) bzw. BX Berne eXchange (nachfolgend: BX)<sup>220</sup>.

Die gesellschaftsrechtliche Ausgestaltung der börsenkotierten Immobilieninvestmentgesellschaft richtet sich nach Aktienrecht<sup>221</sup>. Dies äussert sich insbesondere in Form von tieferen Anforderungen an die Organisation, flexibleren Anlagereglementen sowie der Anwendbarkeit der börsen- bzw. aktienrechtlichen Prospektpflicht. Die SIX-Regulierung enthält zusätzliche Anforderungen an den Kotierungsprospekt sowie diverse Meldepflichten während der Aufrechterhaltung der Börsenkotierung<sup>222</sup>. Zur Kotierung von Immobilieninvestmentgesellschaften sind in Bezug auf den Kotierungsprospekt nach *Praxis der SIX* die Bestimmungen des Schema B (Investmentgesellschaften) einzuhalten sowie ein Kotierungsverfahren durchzuführen<sup>223</sup>.

Die Regelwerke der SIX bzw. BX sind im Vergleich mit den Anforderungen der KAG-Regulierung naturgemäss weniger anforderungsreich und – auch was die Anlagestrategien (und ihre Umsetzung anbelangt) – weniger einschneidend; zudem gibt es keine laufende Aufsicht<sup>224</sup>. Dies bzw. die Vermeidung entsprechender Kosten kann – im Vergleich mit der SICAF – einen weiteren Grund zur Wahl der Immobilieninvestmentgesellschaft darstellen<sup>225</sup>. Die börsenkotierte Immobilieninvestmentgesellschaft ist mithin eine taugliche Ausgestaltungsform einer indirekten Immobilienanlage, sofern die Titel wirklich eine hohe Liquidität aufweisen, so dass die leichte Handelbarkeit ohne prohibitiv weite Spreads tatsächlich besteht.

## 2. Immobilieninvestmentgesellschaft für qualifizierte Anleger

Wie die börsenkotierte Immobilieninvestmentgesellschaft ist auch die exklusiv qualifizierten Anlegern offenstehende Immobilieninvestmentgesellschaft dem KAG nicht unterstellt<sup>226</sup>. Ihre rechtlichen Grundlagen finden sich ebenfalls im Aktienrecht<sup>227</sup>. Betreffend die Ausgestaltung der Immobilieninvestmentgesellschaft für quali-

fizierte Anleger kann somit auf die obigen Ausführungen zur börsenkotierten Immobilieninvestmentgesellschaft verwiesen werden (vgl. Ziff. V.1), allerdings mit folgenden Ausnahmen:

- die Kotierungsregularien sind nicht anwendbar, da die Immobilieninvestmentgesellschaft für qualifizierte Anleger nicht börsenkotiert ist;
- der Anlegerkreis ist zwingend ausschliesslich auf qualifizierte Anleger i.S.v. Art. 10 Abs. 3, 3<sup>bis</sup> und 3<sup>ter</sup> KAG beschränkt; und
- bei den Aktien der Immobilieninvestmentgesellschaft für qualifizierte Anleger handelt es sich zwingend um Namenaktien<sup>228</sup>.

Die *praktische Ausgestaltung* der Immobilieninvestmentgesellschaft für qualifizierte Anleger muss sich mangels aufsichtsrechtlicher Regulierung und mangels Anwendbarkeit der Börsenvorschriften nicht an über das Gesellschaftsrecht hinausgehenden Vorschriften orientieren. Es existieren jedoch diverse Anbieter, welche sich auf dieses Produkt spezialisiert haben und über entsprechende Produktdokumentationen (Prospekte, Anlagereglemente, etc.) verfügen. Dadurch besteht für die Ausgestaltung der Produktdokumentation eine gewisse Praxis.

Die Immobilieninvestmentgesellschaft für qualifizierte Anleger kann im Ergebnis dann in Betracht gezogen werden, wenn aufgrund der Anlagestrategie ein reguliertes Vehikel nicht in Frage kommt und die Anforderungen einer Kotierung nicht erfüllt werden können oder die entsprechenden Kosten vermieden werden sollen. Aus Anlegersicht weist sie neben dem Fehlen des Schutzes durch aufsichtsrechtliche Regulierung und laufende Aufsicht allerdings den grossen Nachteil auf, dass ihre Anteile weder mittels Rückgaberecht noch über den Handel an einer Börse wieder veräussert werden können, so dass sich eine solche Anlage nur für professionelle und finanziell potente Anleger eignet, welche die Nachteile einer illiquiden Anlage tragen können und selber in der Lage sind, bei Bedarf Abnehmer zu finden und überhaupt ihre Interessen aktienrechtlich geltend zu machen.

## 3. (Operative) Immobiliengesellschaft

Von den börsenkotierten Immobilieninvestmentgesellschaften (vgl. Ziff. V.1) und den nicht börsenkotierten Immobilieninvestmentgesellschaften für qualifizierte Anleger (vgl. Ziff. V.2) sind (operative) Immobiliengesellschaften zu unterscheiden. Letztere gliedern sich ebenfalls in börsenkotierte bzw. nicht börsenkotierte Immobiliengesellschaften. Diese Varianten werden im Folgenden näher betrachtet.

<sup>219</sup> BRAND (FN 4), 171 ff.; JUTZI/SCHÄREN (FN 98), 234.

<sup>220</sup> Vgl. Art. 9 ff. und Art. 65 ff. KR (SIX) und Art. 4 ff. KR (BX).

<sup>221</sup> BRAND (FN 4), 171 ff.; JUTZI/SCHÄREN (FN 98), 234.

<sup>222</sup> Art. 49 ff. KR.

<sup>223</sup> Art. 42 ff. und 69 KR; das Schema B ist auf der Webseite der SIX erhältlich: <<https://www.six-exchange-regulation.com/de/home/regulation/issuer.html>> (besucht am 7. März 2017); vgl. auch die Kotierungsregularien der BX: <<https://www.berne-x.com/listing>> (besucht am 7. März 2017).

<sup>224</sup> ABEGGLEN (FN 119), 89.

<sup>225</sup> ABEGGLEN (FN 119), 89.

<sup>226</sup> Art. 2 Abs. 3 lit. a und b KAG.

<sup>227</sup> Art. 2 Abs. 3 lit. a und b KAG i.V.m. Art. 620 ff. OR und Art. 110 Abs. 1 lit. b KAG.

<sup>228</sup> Art. 2 Abs. 3 lit. a und b KAG.

Als *börsenkotierte Immobiliengesellschaften* qualifizieren gemäss den SIX-Regularien: «Gesellschaften, deren Erträge nachhaltig zu mindestens zwei Drittel aus Immobilienaktivitäten, namentlich aus Miet- oder Pachtzinseinnahmen, Bewertungs- oder Verkaufserfolg sowie Immobiliendienstleistungen stammen»<sup>229</sup>. Einzelne Immobiliengesellschaften investieren direkt in Immobilien, während andere sich als Beteiligungsgesellschaften an börsenkotierten oder nicht börsenkotierten Immobiliengesellschaften beteiligen<sup>230</sup>. Nebst dem Erwerb, dem Halten und dem Verkauf von Immobilien sowie der Vermietung üben Immobiliengesellschaften auch zusätzliche (akzessorische) operative Tätigkeiten wie Immobiliendienstleistungen aus (beispielsweise Immobilienbewertung, Immobilienbewirtschaftung und Immobilienentwicklung)<sup>231</sup>. Der Kotierungsprospekt einer Immobiliengesellschaft muss die im Schema C (Immobiliengesellschaften) der SIX vorgeschriebenen Angaben enthalten<sup>232</sup>. Weiter ist für die Kotierung einer Immobiliengesellschaft an der SIX wie bei der Immobilieninvestmentgesellschaft die Durchführung eines Kotierungsverfahrens erforderlich<sup>233</sup>. Die Frage, ob eine börsenkotierte Immobiliengesellschaft eine kollektive Kapitalanlage bzw. SICAF darstellt, stellt sich eigentlich gar nicht, weil eine solche aufgrund ihrer Börsenkotierung ohnehin vom Geltungsbereich des KAG ausgeschlossen wäre<sup>234</sup>.

Bei *nicht börsenkotierten Immobiliengesellschaften*, welche auch nichtqualifizierte Anleger als Aktionäre haben (oder solche nicht explizit statuarisch ausschliessen<sup>235</sup>), stellt sich hingegen die Frage der KAG-Unterstellung<sup>236</sup>. Aufgrund der unscharfen Trennlinie zwischen nicht börsenkotierten (operativen) Immobiliengesellschaften und der regulierten SICAF sind Unterstellungsfragen in der Praxis oftmals schwierig zu beantworten; sie müssen entsprechend dem Prüfschema gemäss Ziff. VI im Einzelfall beurteilt werden<sup>237</sup>. Vielfach sind sich die Aktionäre, Verwaltungsräte, Geschäftsführer und Portfoliomanager solcher nicht börsenkotierten Immobiliengesellschaften des Umstands gar nicht bewusst, dass sie sich aus recht-

licher Sicht vielleicht im Bereich der KAG-Regulierung bewegen und neben dem Risiko eines FINMA-Enforcementverfahrens auch strafrechtliche Risiken bestehen könnten; dies kann u.U. auch zu einschneidenden zivilrechtlichen Konsequenzen führen.

#### 4. Immobiliencrowdfunding

In den letzten Jahren wurden auch in der Schweiz neue Formen der Immobilienfinanzierung entwickelt, namentlich das *Immobilien-crowdfunding*<sup>238</sup>. Aus regulatorischer Sicht sind innovative Geschäftsmodelle aus diesem Bereich im Einzelfall auf die Einhaltung aller regulatorischen und sonstigen rechtlichen Rahmenbedingungen zu prüfen<sup>239</sup>. Dabei – und gerade auch bei der Abgrenzung des Immobiliencrowdfunding zu kollektiven Kapitalanlagen – treten häufig rechtliche Unsicherheiten auf, da die historisch gewachsenen Rechtsnormen der Finanzmarktregulierung oftmals nicht auf diese neuen Geschäftsmodelle passen<sup>240</sup>.

Nach *Praxis der FINMA* kann im Bereich FinTech im Zusammenhang mit Unterstellungsfragen ein informelles oder ein formelles regulatorisches Verfahren durchgeführt werden<sup>241</sup>. Im Rahmen eines informellen Verfahrens werden basierend auf einer Beschreibung des Geschäftsmodells sowie rechtlichen Vorabklärungen spezifische fachliche Anfragen betreffend die Auslegung von Finanzmarktgesetzen durch die FINMA (sowie weitere rechtliche Auskünfte) eingereicht. Mittels eines formellen Verfahrens hingegen kann die Nichtunterstellung eines Geschäftsmodells unter die Finanzmarktregulierung in verbindlicher Weise festgehalten werden, wobei Verfahrenskosten anfallen können.

Zur Innovations- und Standortförderung im Bereich FinTech wird in der Schweiz derzeit eine neue und spezifische FinTech-Regulierung ausgearbeitet, welche das *Regulatory Mismatch* für *Immobilien-crowdfundingan-*

<sup>229</sup> Art. 77 Abs. 1 KR.

<sup>230</sup> LUCHSINGER GÄHWILER (FN 142), 288.

<sup>231</sup> BRAND (FN 4), 176 f.

<sup>232</sup> Art. 80 KR; das Schema C ist auf folgender Webseite abrufbar: <<https://www.six-exchange-regulation.com/de/home/regulation/issuer/finder.html>> (besucht am 7. März 2017).

<sup>233</sup> Art. 42 ff. KR.

<sup>234</sup> Art. 2 Abs. 3 KAG.

<sup>235</sup> Vgl. Art. 685b Abs. 1 und 2 OR zur statutarischen Vinkulierung von nicht börsenkotierten Namenaktien.

<sup>236</sup> LIONEL AESCHLIMANN, SICAF et sociétés en commandites de placement collectif: où commence et où finit leur assujettissement à la loi sur les placements collectifs de capitaux?, Jusletter, 16. Juni 2008, 4; TOBIAS ROHNER/THOMAS LEDER, Wenn Immobilienanlagen zu kollektiven Kapitalanlagen werden – Finanzmarktaufsicht kann Holding- und Immobiliengesellschaften als SICAF umqualifizieren, FuW, 18. August 2010, 23; BRAND (FN 4), 87 ff.; JUTZI/SCHÄREN (FN 98), 227 f.

<sup>237</sup> JUTZI/SCHÄREN (FN 98), 227 f.

<sup>238</sup> Vgl. JULIETTE ANCELLE/PHILIPP FISCHER, Regulation of Crowdfunding Activities in Switzerland: Where do we Stand?, Jusletter, 22. Februar 2016, 1 ff.; LUCA BIANCHI, The Regulation of FinTech (Startups), CapLaw 4/2016, 2 ff.; LUCA BIANCHI, FinTech Regulation (2.0): An Overview on the Proposed Three Element Solution, CapLaw 1/2017, 10 ff.; BRAND (FN 4), 107 ff.; JANA ESSEBIER/ROLF AUF DER MAUR, Fidleg als Chance für die Schweiz als Crowdfunding-Standort, Jusletter, 28. September 2015, 1 ff.; PETER V. KUNZ, Crowdfunding, Jusletter, 25. August 2014, 1 ff.; KARIM MAIZAR/ARMIN KÜHNE, Crowdfunding – Ein neues Kapitel im Kapitalmarkt?, in: Reutter/Werlen (Hrsg.), EIZ-Kapitalmarkttransaktionen X, Zürich 2016, 94 ff.; ANDREAS SCHNEUWLY, Crowdfunding aus rechtlicher Sicht, AJP 2014, 1610 ff.; ROLF H. WEBER/SIMONE BAUMANN, FinTech – Schweizer Finanzmarktregulierung im Lichte disruptiver Technologien, Jusletter, 21. September 2015, 4 ff.

<sup>239</sup> BIANCHI (FN 238), 12; KUNZ (FN 238), 10 ff.

<sup>240</sup> ANCELLE/FISCHER (FN 238), 7 f.; BRAND (FN 4), 107 ff.; ESSEBIER/AUF DER MAUR (FN 238), 4 ff.; BIANCHI (FN 238), 14.

<sup>241</sup> Vgl. die Webseite der FINMA mit Informationen für Anbieter von Dienstleistungen im FinTech-Bereich, abrufbar unter: <<https://www.finma.ch/de/bewilligung/fintech/>> (besucht am 7. März 2017); BIANCHI (FN 238), 3.

bieter in Zukunft reduzieren könnte, insbesondere durch die geschäftsspezifische Ausgestaltung gewisser Vorschriften, die Einführung einer sog. *Sandbox* sowie einer FinTech-Bewilligung<sup>242</sup>.

## VI. KAG-Unterstellung?

### 1. Ausgangspunkt

Die Frage, wann eine rechtliche Struktur mit Immobilien als kollektive Kapitalanlage unter das KAG fällt, ist aufgrund der Bewilligungspflichten (sowie der entsprechenden regulatorischen Rahmenbedingungen und strafrechtlichen Sanktionen<sup>243</sup>) für kollektive Kapitalanlagen und deren Fondsleitungen bzw. Vermögensverwalter von grosser Bedeutung<sup>244</sup>. In diesem Zusammenhang können im Wesentlichen folgende *fünf Fallgruppen* identifiziert werden:

- die *Immobilieninvestmentgesellschaft* (Hauptzweck der kollektiven Kapitalanlage)<sup>245</sup>;
- die *Immobilienanlage* und einer *operativen Tätigkeit*<sup>246</sup>;
- die *operative Gesellschaft* im Immobilienbereich (Zweck einer operativen Geschäftstätigkeit mit Bezug zu Immobilien)<sup>247</sup>;
- die *Holdingsgesellschaft* im Immobilienbereich (Zweck des *Halten von Beteiligungen* an Immobilieninvestmentgesellschaften oder Immobiliengesellschaften)<sup>248</sup>; und
- die *Zweckgesellschaft* (*Special Purpose Vehicle*, SPV; stark eingeschränkter Spezialzweck<sup>249</sup> wie die Ausgabe von Forderungsrechten)<sup>250</sup>.

Aus *methodischer Sicht* sind bezüglich der Frage der KAG-Unterstellung von Produkten sowohl der Tatbestand der kollektiven Kapitalanlage (*erster Schritt*) als auch die Ausnahmebestimmungen betreffend den sachlichen Geltungsbereich (*zweiter Schritt*) von Bedeutung

und im vorliegenden Zusammenhang i.d.R. in dieser Reihenfolge zu prüfen<sup>251</sup>. Im Folgenden wird i.S. eines Prüfschemas kurz auf die damit verbundenen Fragestellungen eingegangen<sup>252</sup>.

## 2. Prüfschema

### 2.1 Qualifikation als kollektive Kapitalanlage?

In einem *ersten Schritt* ist zu prüfen, ob die folgenden Tatbestandselemente des Art. 7 Abs. 1 KAG *kumulativ* erfüllt sind:

- Vermögen;
- Kapitalanlage;
- Fremdverwaltung;
- Kollektivität; und
- Gleichbehandlung der Anleger<sup>253</sup>.

Diese Tatbestandselemente sind unabhängig von der zivilrechtlichen Ausgestaltung zu prüfen<sup>254</sup>. Dabei ist bei der Auslegung der Schutzzweck des KAG zu berücksichtigen<sup>255</sup>. Einer nicht börsenkotierten Immobilienanlagegesellschaft<sup>256</sup> mit nichtqualifizierten Anlegern als Aktionären, welche als kollektive Kapitalanlage qualifiziert, kommt *kein* Wahlrecht darüber zu, ob sie sich in Form einer SICAF oder einer nichtregulierten AG konstituieren will<sup>257</sup>. Dies würde dem *numerus clausus* der Rechtsformen des KAG und der zwingenden Natur des KAG als Aufsichtsgesetz widersprechen<sup>258</sup>. Nur wenn eines oder mehrere dieser Tatbestandselemente verneint werden können, ist i.d.R. *nicht* von einer kollektiven Kapitalanlage i.S. des KAG auszugehen<sup>259</sup>.

<sup>242</sup> BIANCHI (FN 238), 3; FEDOR POSKRIKOV, Crowdfunding – swiss regulatory regime – Quo vadis?, Jusletter, 13. März 2017, 11 ff.

<sup>243</sup> Art. 148 ff. KAG.

<sup>244</sup> Art. 13 Abs. 1 und 2 KAG; Art. 15 Abs. 1 KAG.

<sup>245</sup> LUCHSINGER GÄHWILER (FN 142), 287.

<sup>246</sup> JUTZI/SCHÄREN (FN 98), 227 f.; vgl. THOMAS GEISER, Liegenschaftsabtretungen, AJP 2014, 1047; PETER JÄGGI, Die Immobilien-Aktiengesellschaft, SAG 1974, 146 ff.

<sup>247</sup> ALEXANDER VOGEL/RETO LUTHIGER, Wie weit sind Immobiliengesellschaften dem KAG und dem GWG unterstellt? – Abgrenzung zur operativen Gesellschaft im Fokus, EF 2015, 598.

<sup>248</sup> LUCHSINGER GÄHWILER (FN 142), 292.

<sup>249</sup> Dieser Spezialzweck darf nicht im Zweck der kollektiven Kapitalanlage bestehen.

<sup>250</sup> BRAND (FN 4), 83 ff.; ADRIAN HEBERLEIN, Die Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (SICAV) und die Investmentgesellschaft mit festem Kapital (SICAF) im Vergleich, Diss. Zürich 2008, 37 (= SSZF 91); JOHANNES A. BÜRGI/ELISABETH MOSKRIC, Asset-Backed Securitisation in der Schweiz, in: Reutter/Werlen (Hrsg.), EIZ-Kapitalmarkttransaktionen VIII, Zürich 2014, 188.

<sup>251</sup> ISAIA D'AMELIO, Der angepasste Geltungsbereich gemäss revidiertem Kollektivanlagengesetz, GesKR 2013, 219.

<sup>252</sup> Auf die nicht zu vergessende Unterscheidung zwischen schweizerischen und ausländischen kollektiven Kapitalanlagen wird hier nicht weiter eingegangen, da sich dieser Beitrag nur auf Anlagevehikel nach Schweizer Recht bezieht.

<sup>253</sup> BRAND (FN 4), 81; JUTZI/SCHÄREN (FN 98), 32; KÜHNE (FN 119), 42 f.

<sup>254</sup> Art. 2 Abs. 1 KAG; BENJAMIN BLOCH/HANS CASPAR VON DER CRONE, Operative Gesellschaft oder kollektive Kapitalanlage?, SZW 2011, 216.

<sup>255</sup> Art. 1 KAG; AESCHLIMANN (FN 236), 6.

<sup>256</sup> Die Abgrenzung zu einer kollektiven Kapitalanlage ist bei nicht börsenkotierten (operativen) Immobiliengesellschaften besonders heikel (vgl. Ziff. V.3).

<sup>257</sup> M.w.H. BRAND (FN 4), 52 f.; JUTZI/SCHÄREN (FN 98), 227 f.; SIMON SCHÄREN, Unterstellungsfragen im Rahmen der Genehmigungs- und Bewilligungspflicht gemäss Kollektivanlagengesetz – unter rechtsvergleichender Berücksichtigung des Rechts der EG, Luxemburgs und Lichtensteins, Diss. Bern, Zürich 2011, 85 f. (= SSZF 99); a.M. MATTHIAS COURVOISIER/RONNIE SCHMITZ, Grenzfälle kollektiver Kapitalanlagen, SZW 2006, 414.

<sup>258</sup> JUTZI/SCHÄREN (FN 98), 33; BRAND (FN 4), 142 f. und 171.

<sup>259</sup> JUTZI/SCHÄREN (FN 98), 32.

## 2.2 Ausnahme vom Geltungsbereich des KAG?

In einem *zweiten Schritt* ist zu prüfen, ob eine der folgenden vier Ausnahmen vom Geltungsbereich des KAG vorliegt:

- *Immobilieninvestmentgesellschaften* in der Form von schweizerischen Aktiengesellschaften, sofern sie an einer Schweizer Börse kotiert sind (*Ausnahmetatbestand 1*)<sup>260</sup>;
- *Immobilieninvestmentgesellschaften* in der Form von schweizerischen Aktiengesellschaften, sofern sie ausschliesslich qualifizierte Anleger sowie Namenaktien haben (*Ausnahmetatbestand 2*)<sup>261</sup>;
- (Operative) *Immobilieninvestmentgesellschaften* (mit einem operativen bzw. unternehmerischen Hauptzweck), welche den Tatbestand einer kollektiven Kapitalanlage gemäss Art. 7 Abs. 1 KAG nicht erfüllen (*Ausnahmetatbestand 3*)<sup>262</sup>;
- *Holdingsgesellschaften* (Zweck des Haltens von Beteiligungen an Konzerngesellschaften) (*Ausnahmetatbestand 4*)<sup>263</sup>.

Nach *Praxis der FINMA* muss beim Ausnahmetatbestand 3 die operative Tätigkeit dargelegt werden und mit der Aussenwirkung der Gesellschaft konsistent sein<sup>264</sup>. Bezweckt die Gesellschaft hauptsächlich die Erzielung von Dividenden-, Zins- und Mieterträgen bzw. Kapitalgewinnen und wirbt die Gesellschaft für ein Anlageprodukt, handelt es sich grundsätzlich um eine Immobilieninvestmentgesellschaft (welche nur im Falle der Ausnahmetatbestände 1 und 2 nicht vom Geltungsbereich des KAG erfasst wird)<sup>265</sup> oder um eine bewilligungspflichtige Immobilien-SICAF<sup>266</sup>. Im Gegensatz zur Immobilieninvestmentgesellschaft und Immobilien-SICAF bezwecken operative Immobilieninvestmentgesellschaften nicht primär die Erzielung von Erträgen oder Kapitalgewinnen aufgrund einer Anlagetätigkeit, sondern eine unternehmerische Tätigkeit<sup>267</sup>. Der Begriff der Holdingsgesellschaft hingegen umfasst Gesellschaften, welche durch Stimmenmehrheit oder auf andere Weise eine oder mehrere Gesellschaften unter einer einheitlichen Leitung in einem Konzern zusammenfassen<sup>268</sup>.

Besondere Vorsicht ist im Falle von *Mischgesellschaften* angezeigt, welche neben operativen Tätigkeiten auch akzessorische oder strategische Anlagetätigkeiten aus-

üben<sup>269</sup>. In solchen Fällen besteht ein fließender Übergang zwischen unternehmerischer Tätigkeit und Anlagetätigkeit, womit die Abgrenzung besonderes Augenmass verlangt<sup>270</sup>.

## 2.3 Anwendbare Abgrenzungskriterien?

Im Zusammenhang mit den unter Ziff. VI.2 angeschnittenen Unterstellungsfragen sind folgende *Abgrenzungskriterien* potentiell massgeblich:

- die Anzahl der Anleger;
- der Marktauftritt;
- der statutarische Zweck<sup>271</sup>;
- die Art der Tätigkeit (unternehmerische Tätigkeit vs. Anlagetätigkeit);
- die Herkunft der Mittel und Erträge;
- quantitative Elemente und Schwellenwerte;
- die Art des Risikos;
- die Organisationsform;
- der Organisationsgrad;
- die Eigenleistung bei der Wertschöpfung;
- die Art der Mitgliedschaftsrechte der Anleger;
- die Art und Weise der Ausübung der Mitgliedschaftsrechte durch die Anleger;
- die Möglichkeiten der Einflussnahme auf Anlagenteilscheide;
- die Haltedauer; sowie
- die subjektive Auffassung der Anleger<sup>272</sup>.

Entscheidend ist dabei stets eine *Gesamtbetrachtung* im Einzelfall<sup>273</sup>.

## 3. Fazit

Die oben beschriebene Betrachtungsweise kann zumindest in Grenzfällen als «*I know it when I see it*»-Ansatz betrachtet werden<sup>274</sup>. Das heisst aber auch, dass eine gewisse Rechtsunsicherheit besteht bzw. es unklar sein kann, ob beispielsweise Aktiengesellschaften als nicht-

<sup>260</sup> Vgl. Ziff. V.1; Art. 2 Abs. 3 KAG.

<sup>261</sup> Vgl. Ziff. V.2; Art. 2 Abs. 3 KAG.

<sup>262</sup> Vgl. Ziff. V.3; Art. 2 Abs. 2 lit. d KAG.

<sup>263</sup> Art. 2 Abs. 2 lit. e KAG.

<sup>264</sup> FINMA, Kundenschutz – gemeinsam gegen illegale Finanzintermediäre, Kurzbericht vom 24. November 2010, 9; KÜHNE (FN 119), 327 ff.; BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 13.

<sup>265</sup> Vgl. Ziff. V.1 oder Ziff. V.2.

<sup>266</sup> Vgl. Ziff. III.3; FINMA (FN 264), 9.

<sup>267</sup> BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 9 f.

<sup>268</sup> Art. 2 Abs. 2 lit. e KAG.

<sup>269</sup> BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 14; AESCHLIMANN (FN 236), 5 f.; LUCHSINGER GÄHWILER (FN 142), 291; Botschaft (FN 154), 6414.

<sup>270</sup> M.w.H. BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 13 f.; SCHÄREN (FN 257), 83.

<sup>271</sup> Im Zusammenhang mit Unterstellungsfragen kommt es nicht lediglich auf die Ausschliesslichkeit des Zwecks an (LUCHSINGER GÄHWILER (FN 142), 287 f.).

<sup>272</sup> BGer. 2C\_571/2009 vom 5. November 2010, E. 2 f.; EBK-Bulletin 51/2008, 244 ff.; BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 9 ff.; AESCHLIMANN (FN 236), 5 f.; ANDREAS BOHRER, «Mission Impossible» im Kollektivanlagenrecht – Die Abgrenzung von kollektiven Kapitalanlagen und operativen Gesellschaften, GesKR 2011, 76 ff.; BLOCH/VON DER CRONE (FN 254), 216 ff.; BRAND (FN 4), 83 ff.; JUTZI/SCHÄREN (FN 98), 224 ff.; KÜHNE (FN 119), 327 ff.; LUCHSINGER GÄHWILER (FN 142), 289 ff.; HEBERLEIN (FN 250), 83 ff.

<sup>273</sup> BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 13; BOHRER (FN 272), 77; KÜHNE (FN 119), 327 f.

<sup>274</sup> BOHRER (FN 272), 77.

regulierte, operative Immobiliengesellschaften oder als KAG-regulierte Immobilieninvestmentgesellschaften zu qualifizieren sind<sup>275</sup>. Besonders heikel ist die Abgrenzung bei nicht börsenkotierten Aktiengesellschaften mit einer Mischung aus operativen Tätigkeiten und Anlagentätigkeiten und/oder mit breit gestreutem, passivem Anlegerkreis<sup>276</sup>. Aufgrund der genannten Unsicherheiten sowie der möglichen schwerwiegenden regulatorischen und strafrechtlichen Konsequenzen, ist die Frage der Qualifikation jeweils genau zu prüfen und in Fällen im Graubereich das Einholen einer FINMA-Nichtunterstellungsbestätigung ratsam<sup>277</sup>.

## VII. Exkurs: Regulierung des Real Estate Asset Management

In vorliegendem Rahmen wird nicht näher auf die Anforderungen für Institutsbewilligungen von Vermögensverwaltern von kollektiven Kapitalanlagen eingegangen<sup>278</sup>, sondern es wird die Frage der regulatorischen Unterstellung beantwortet: Angehende Vermögensverwalter kollektiver Immobilienanlagen (Real Estate Asset Manager) bedürfen *de lege lata* einer Bewilligung der FINMA<sup>279</sup> und zwar als Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen, wenn sie nicht höherwertig reguliert sind<sup>280</sup>. Keiner Bewilligung, weder nach KAG noch gemäss BVV 2, bedarf hingegen, wer bloss Anlageberater ist<sup>281</sup>.

Immobilienportfoliomanagement von *direkt gehaltenen Immobilienportfolios*, welches ausserhalb der beruflichen Vorsorge stattfindet, ist heute dagegen (noch) ohne Bewilligung zulässig. Erforderlich ist jedoch eine GwG-Unterstellung, wenn die Dienstleistung nicht ausschliesslich für Finanzintermediäre nach Art. 2 Abs. 2 GwG erbracht wird<sup>282</sup>.

Mit der *Vermögensverwaltung für Vorsorgeeinrichtungen* und anderen Vehikeln in diesem Bereich, beispielsweise Anlagestiftungen, dürfen nur Personen und Institutionen betraut werden, welche bereits über eine

regulatorische Institutsbewilligung (etwa Banken, Versicherungen, Anlagestiftungen, Effektenhändler, Fondsleitungen, Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen) oder über eine Bewilligung als Vermögensverwalter in der beruflichen Vorsorge von der OAK verfügen<sup>283</sup>.

Aus den vorne stehenden Ausführungen folgt, dass die Abgrenzung zwischen Vermögensverwaltung und Anlageberatung auch im Immobilienbereich folgeschwer ist; sie erfolgt nach der Praxis der FINMA unter Anwendung des Kriteriums des materiellen Treffens von Anlageentscheiden sowie weiterer Kriterien<sup>284</sup>. Das eigentliche Real Estate Asset Management ist sodann auch von der *technischen Immobilienverwaltung* zu unterscheiden<sup>285</sup>. Mit technischer Immobilienverwaltung ist die operative Tätigkeit des Unterhalts und Betriebs von Immobilien gemeint<sup>286</sup>. Sie ist nicht bewilligungspflichtig<sup>287</sup>.

Im geplanten Finanzinstitutsgesetz (FINIG)<sup>288</sup> soll das Bewilligungsregime sämtlicher Finanzdienstleister reguliert werden, welche in irgendeiner Form das Vermögensverwaltungsgeschäft betreiben<sup>289</sup>. Dementsprechend ist die Überführung der geltenden regulatorischen Erfassung der Fondsleitungen und Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen ins FINIG geplant<sup>290</sup>. Letztere werden neu als sog. Verwalter von Kollektivvermögen bezeichnet<sup>291</sup>. In diese hochregulierte Kategorie werden auch Vermögensverwalter von Vorsorgeeinrichtungen (und von Anlagestiftungen<sup>292</sup>) fallen, welche neu eine Bewilligung der FINMA (anstatt wie bisher von der OAK) benötigen werden<sup>293</sup>. Die Zuständigkeit für die Aufsicht über die Anlagestiftungen hingegen soll auch nach der Einführung des FINIG bei der OAK bleiben<sup>294</sup>.

Zusätzlich wird das FINIG Bewilligungspflichten für (reguläre) Vermögensverwalter enthalten<sup>295</sup>. In Zukunft werden demnach auch reguläre Vermögensverwalter

<sup>275</sup> VOGEL/LUTHIGER (FN 247), 598; BLOCH/VON DER CRONE (FN 254), 216 f.

<sup>276</sup> BOHRER (FN 272), 78 f.

<sup>277</sup> BRAND (FN 4), 143 f.; VOGEL/LUTHIGER (FN 247), 598.

<sup>278</sup> Vgl. dazu ausführlich SANDRO ABEGLLEN/ANDREA HUBER, Bewilligungspraxis für Vermögensverwalter – Drei Jahre praktische Erfahrungen seit Revision des Kollektivanlagegesetzes, OAK-Verfahren sowie Ausblick auf die zukünftige Regulierung der Vermögensverwalter, GesKR 2016, 320 ff.

<sup>279</sup> Deshalb schlägt die Qualifikation des Vehikels (vgl. vorne Ziff. VI.2.1) direkt auf die Frage der Bewilligungspflicht des Real Estate Asset Managers durch.

<sup>280</sup> Art. 13 Abs. 2 lit. f KAG.

<sup>281</sup> Art. 18b Abs. 3 KAG; ABEGLLEN/HUBER (FN 278), 321 f. und 327; BSK KAG-STÄHLER/AMIGUET, Art. 18 N 11.

<sup>282</sup> ABEGLLEN/HUBER (FN 278), 327 ff.; vgl. Art. 2 Abs. 2, Art. 2 Abs. 3 lit. e und Art. 2 Abs. 4 lit. c und d des Bundesgesetzes über die Bekämpfung der Geldwäscherei und der Terrorismusfinanzierung vom 10. Oktober 1997 (Geldwäschereigesetz, GwG), SR 955.0.

<sup>283</sup> Art. 48f Abs. 4 und 5 BVV 2; vgl. ABEGLLEN/HUBER (FN 278), 327 ff.

<sup>284</sup> Dazu im Einzelnen ABEGLLEN/HUBER (FN 278), 321 f.; BSK KAG-STÄHLER/AMIGUET, Art. 18 N 12.

<sup>285</sup> Vgl. BSK KAG-STÄHLER/AMIGUET, Art. 18 N 11 f.

<sup>286</sup> Vgl. Art. 48f Abs. 2 BVV 2 Satz 2.

<sup>287</sup> BSK KAG-STÄHLER/AMIGUET, Art. 18 N 11 f. und 104.

<sup>288</sup> Vgl. SANDRO ABEGLLEN/FRANÇOIS M. BIANCHI/LUCA BIANCHI *et al.*, Switzerland's New Financial Market Architecture, 2. A., Zürich 2016, abrufbar unter: <[https://www.nkf.ch/de/publikationen\\_suche/fachgebiete.php](https://www.nkf.ch/de/publikationen_suche/fachgebiete.php)> (besucht am 7. März 2017), 64 ff.

<sup>289</sup> Art. 4 Abs. 1 i.V.m. Art. 2 Abs. 1 lit. a und c E-FINIG; ABEGLLEN/HUBER (FN 278), 330.

<sup>290</sup> Art. 20 und Art. 28 E-FINIG; BSK KAG-FRICK/HÄUSERMANN, Art. 13 N 37.

<sup>291</sup> Art. 2 Abs. 1 lit. c i.V.m. Art. 20 Abs. 1 lit. a E-FINIG.

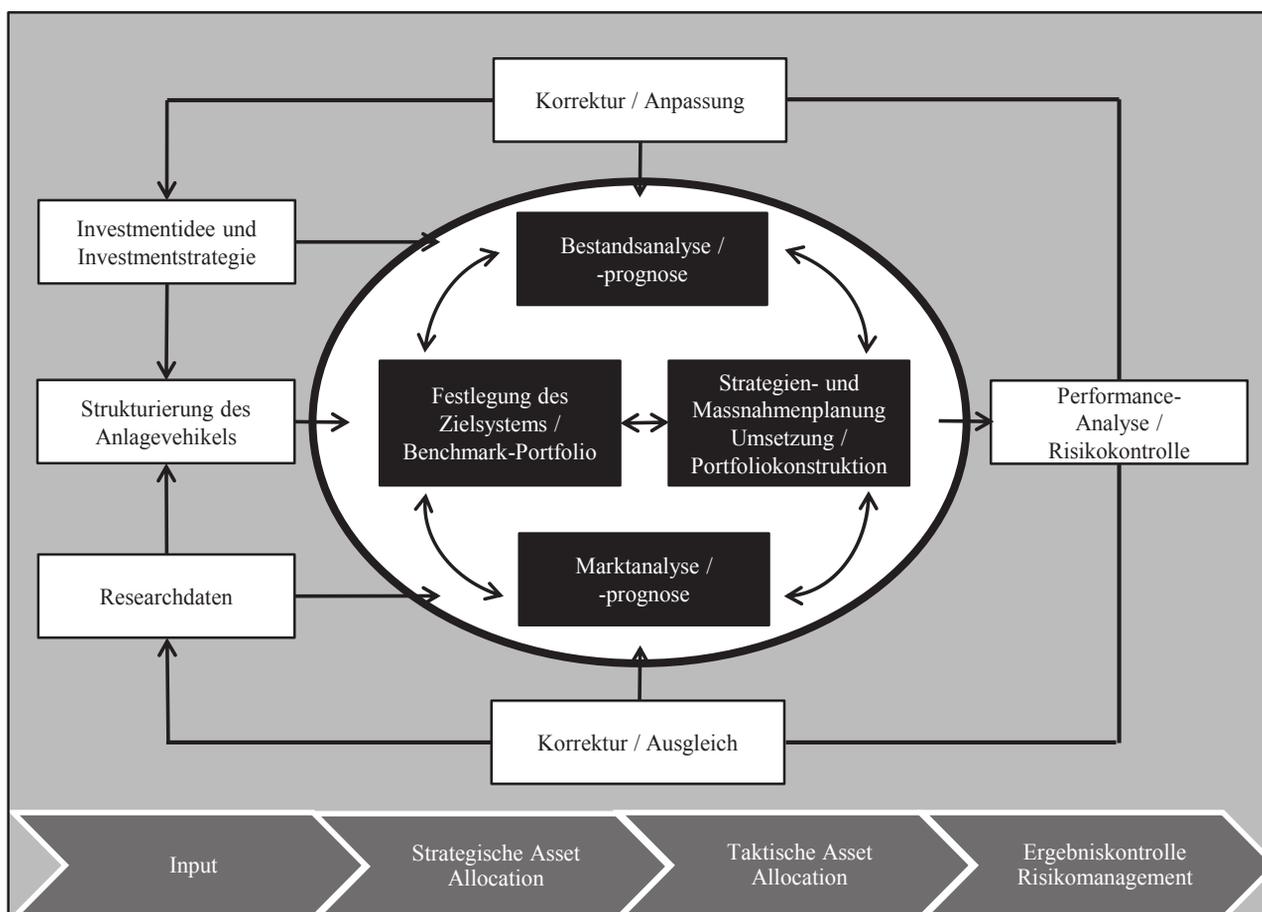
<sup>292</sup> Siehe Art. 2 Abs. 2 lit. f E-FINIG, der – nicht vom Inhalt, jedoch Ort her unerwartet – eine für das FINIG spezifische Legaldefinition des Begriffs Vorsorgeeinrichtungen enthält, an welche Art. 20 Abs. 1 lit. b E-FINIG anknüpft: «Vorsorgeeinrichtungen und andere Einrichtungen, die nach ihrem Zweck der beruflichen Vorsorge dienen».

<sup>293</sup> Art. 2 Abs. 1 lit. c i.V.m. Art. 20 Abs. 1 lit. b E-FINIG; BRAND (FN 4), 181.

<sup>294</sup> BRAND (FN 4), 181 f.

<sup>295</sup> Art. 2 Abs. 1 lit. a i.V.m. Art. 16 Abs. 1 E-FINIG.

## Anhang: Portfoliomanagementprozess



Quelle: Hanspeter Gondring/Thomas Wagner, *Real Estate Asset Management*, München 2010, 43.

(und Vermögensverwalter von Kollektivvermögen, welche bisher von den *de minimis*-Regeln profitieren), eine Institutsbewilligung benötigen<sup>296</sup>. Für Real Estate Asset Manager welche heute noch (i) auf Mandatsbasis für Anleger tätig sind, bei denen es sich nicht um kollektive Kapitalanlagen oder Vorsorgeeinrichtungen handelt, oder (ii) unter die *de minimis*-Ausnahmen des KAG fallen (und demnach bisher noch keine Institutsbewilligung benötigten), ist dies eine sehr einschneidende regulatorische Entwicklung<sup>297</sup>.

## VIII. Fazit

Das Schweizer Recht bietet eine Bandbreite an erprobten (regulierten) Strukturen, die für indirekte Immo-

bilienanlagen sehr gut geeignet sind. Insbesondere Immobilienfonds sowie Immobilienanlagestiftungen sind ein Erfolgsmodell. Börsenkotierte Immobilieninvestmentgesellschaften und börsenkotierte Immobiliengesellschaften sind ebenfalls bewährte Ausgestaltungsmöglichkeiten. Die Abgrenzungen zwischen SICAF und nicht börsenkotierten (operativen) Immobiliengesellschaften sowie weiteren Ausgestaltungsformen von Aktiengesellschaften mit Bezug zu Immobilienanlagen sind in der Praxis oft problematisch. Dabei ist zu beachten, dass die regulatorische Qualifikation einer Anlagestruktur auch direkt auf die Frage der Bewilligungspflicht des Real Estate Asset Managers derselben durchschlägt.

Der Trend, dass institutionelle Anleger ihre Immobilienquoten vermehrt in indirekte Immobilienanlagen allozieren, dürfte sich in den nächsten Jahren noch weiter verstärken. Dabei wird die fortschreitende Konzentration auf auf spezifische Bedürfnisse zugeschnittene Anlagevehikel neben grossen und kostengünstigen «*plain vanilla*»-Immobilienfonds im Vordergrund stehen.

Die Ausgestaltung des Portfoliomanagementprozesses für indirekte Immobilienanlagen erfordert bei (regulier-

<sup>296</sup> Art. 20 Abs. 2 lit. a i.V.m. Art. 16 Abs. 1 E-FINIG; ABEGGLEN/HUBER (FN 278), 332.

<sup>297</sup> ABEGGLEN/BIANCHI/BIANCHI (FN 288), 71 f.; SANDRO ABEGGLEN/FRANÇOIS M. BIANCHI/LUCA BIANCHI, Neue Finanzmarktarchitektur: Auswirkungen auf das Fonds- und Asset Management-Geschäft, B2B 53/2015, 13.

ten) Immobilienanlagevehikeln bereits heute die Erfüllung regulatorischer Minimalanforderungen. Bei nichtregulierten Strukturen existieren immerhin zivilrechtliche Erfordernisse. In Bezug auf die regulatorischen Rahmenbedingungen für Real Estate Asset Manager stehen mit der Einführung des FINIG (inkl. Bewilligungspflicht für alle externe Vermögensverwalter) wichtige Neuerungen bevor. Gleiches gilt in stark abgeschwächtem Mass für Anlageberater.

Im FinTech-Bereich bieten sich im Zusammenhang mit Immobiliencrowdfunding interessante Perspektiven. Innovative, digitale Immobilienfinanzierungsformen könnten in Zukunft in der Immobilienbranche eine stärkere Rolle spielen. Derzeit bewegt sich dieser Bereich in der Schweiz allerdings noch in den Kinderschuhen.

---