

**Peter Forstmoser  
Gaudenz G. Zindel  
Thomas Sprecher  
Sandro Abegglen  
Jakob Baer**

**Neuerungen  
im Schweizer Wirtschaftsrecht**

**Publikation 12**

---

**NIEDERER KRAFT & FREY**  
RECHTSANWÄLTE

# Kollektivanlagen

von  
Sandro Abegglen<sup>1</sup>

## Inhalt

<b>I.</b>	<b>KAG – Das neue Gesetz</b> .....	70
<b>II.</b>	<b>Wichtige Neuerungen im Überblick</b> .....	74
	1. Schweizer SICAV und Limited Partnership .....	74
	2. Neuerungen bei der Fondsleitung .....	74
	3. Obligatorische Unterstellung von Vermögensverwaltern schweizerischer kollektiver Kapitalanlagen. ....	75
	4. Fakultative Unterstellung von Vermögensverwaltern ausländischer Anlagestrukturen. ....	76
	5. Differenzierung des Anlegerschutzes .....	77
	6. Vereinfachte und rasche Produktzulassung durch die EBK ....	78
<b>III.</b>	<b>«Threats»</b> .....	78
<b>IV.</b>	<b>«Opportunities»: Swiss Limited Partnership («LP»)</b> .....	80
	1. Allgemeines .....	80
	2. Ausgestaltung .....	80
	3. Steuerliche Situation .....	82
	4. Fazit .....	83
<b>V.</b>	<b>«Opportunities»: SICAV</b> .....	84
	1. Allgemeines .....	84
	2. Ausgestaltung .....	84
	3. Steuerliche Situation .....	85
	4. Fazit .....	86
<b>VI.</b>	<b>Exkurs: SICAF – Struktur von vermutlich geringer Bedeutung</b> .	86
	1. Allgemeines .....	86
	2. Ausgestaltung; Ausnahme von der KAG-Unterstellung unter gewissen Voraussetzungen. ....	87
	3. Steuerliche Situation .....	88
	4. Fazit .....	89

---

<sup>1</sup> Meinem Partner Dr. **Thomas Graf** danke ich für die Prüfung der steuerrechtlichen Ausführungen. Meiner Kollegin Frau lic. iur. **Andrea Huber** danke ich für die Durchsicht des Manuskripts und Herrn MLaw **Simon Schären** für die allgemeine Unterstützung beim Verfassen des Beitrags.

VII. «Opportunities»: Strukturierte Produkte . . . . .	90
1. Allgemeines . . . . .	90
2. Regulatorische Anforderungen an die Emission und den Vertrieb. . . . .	90
3. Abgrenzungsprobleme. . . . .	91
VIII. KAG – Mission erfüllt? . . . . .	92

## I. KAG – Das neue Gesetz

Am 1. Januar 2007 ist das Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz, KAG) vom 23. Juni 2006 in Kraft getreten<sup>2</sup>. Es löst das letztmals 1994 umfassend revidierte Anlagefondsgesetz (AFG) ab. Reformziele sind die Verbesserung der Konkurrenzfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz als Fondsproduktionsstandort, die Anpassung der Regulierung kollektiver Kapitalanlagen an die Vorschriften der Europäischen Gemeinschaft sowie die Verstärkung des Anlegerschutzes durch erhöhte Transparenz<sup>3</sup>. Die gesetzgeberische Herausforderung war es somit, die Regulierung zu liberalisieren und gleichzeitig das bereits bestehende hohe Niveau im Anlegerschutz zu erhalten bzw. noch zu verbessern.

Als hauptsächliche und aus Sicht des schweizerischen Anlagefondsrechts geradezu *epochale* Neuerung statuiert das KAG neu eine (fast)<sup>4</sup> *umfassende prudentielle Regulierung aller zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage aufgebrachten Vermögen*, entsprechend dem Grundsatz «*same business, same risks, same rules*». Zu diesem Zweck werden neu nebst den vertraglichen Anlagefonds – in Erweiterung des numerus clausus der schweizerischen Gesellschaftsformen – *körperschaftliche* bzw. *gesellschaftliche*

<sup>2</sup> SR 951.31, AS 2006, 5379.

<sup>3</sup> Botschaft zum KAG, BBl 2005, 6395 ff., 6401.

<sup>4</sup> Wichtigste Ausnahme ist die bis zum Schluss des Gesetzgebungsprozesses heftig diskutierte Frage der Unterstellung von Beteiligungsgesellschaften; diese wurde mit einem Kompromiss gelöst. Danach sind Beteiligungsgesellschaften mit gewissen Eigenschaften von der Unterstellung ausgenommen, siehe dazu hinten in III und VI. 2.

kollektive Kapitalanlagestrukturen geschaffen<sup>5</sup> und der prudentiellen Aufsicht unterstellt: Die schweizerische LP und SICAV, die hinten in IV. und V. im Einzelnen beschrieben werden. Dieser umfassende Regulierungsansatz führt auch dazu, dass nicht mehr bloss wie unter dem AFG sogenannte «open-end»-Strukturen, also solche, bei welchen der Anleger gegenüber der Struktur ein Recht auf Rücknahme und Auszahlung seines Anteils hat, unterstellt sind, sondern auch «closed-end»-Vehikel, wo es dieses Rückgaberecht nicht oder nur am Ende der Laufzeit gibt<sup>6</sup>. Schliesslich werden auch strukturierte Produkte, die ebenfalls Anlageinstrumente sind, vom KAG erfasst und gewissen Vorschriften vor allem im Bereich Transparenz unterworfen, jedoch nicht einer Bewilligungspflicht unterstellt.

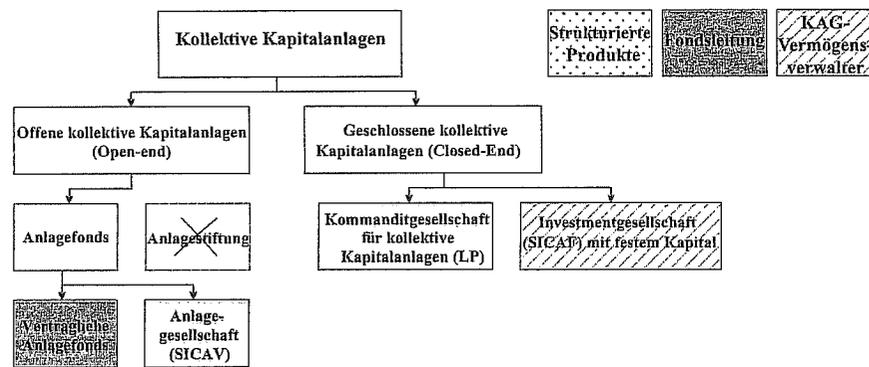
Ebenso *erstmalig* für das schweizerische Recht ist sodann, dass mit dem KAG neu gewisse Kategorien von Vermögensverwaltern (Portfolio Manager) der Bewilligungspflicht und prudentiellen Überwachung durch die Eidgenössische Bankkommission (EBK) unterstellt werden, nämlich dann, wenn diese Vermögen schweizerischer kollektiver Kapitalanlagen verwalten. Damit entsteht, was die Institutsaufsicht anbelangt, neben den Banken, Effektenhändlern und Fondsleitungen neu eine vierte Kategorie von prudentiell regulierten Finanzdienstleistungsanbietern<sup>7</sup> in der Schweiz.

<sup>5</sup> Interessanterweise erfasste das AFG, was die ausländischen kollektiven Anlagen anging, aufgrund von Art. 44 Abs. 1 lit. b und Art. 44 Abs. 2 AFG bereits eine viel breitere Palette an kollektiven Anlageformen als bloss die vertraglichen Strukturen. So waren dem AFG z.B. ausländische Gesellschaften, deren Zweck die kollektive Kapitalanlage war und bei denen der Anleger ein Recht auf Rücknahme und Auszahlung seines Anteils hatte, unterstellt; ebenso waren dem AFG alle Strukturen unterstellt, die in ihrem Herkunftsland einer Aufsicht über Anlagefonds unterstellt sind.

<sup>6</sup> Allerdings kannte das AFG bzw. die EBK-Praxis gewisse Sonderfälle, bei welchen selbst «closed-end»-Strukturen von der Regulierung erfasst waren (insbesondere, wenn die Anleger über keinerlei relevanten Mitwirkungsrechte verfügten).

<sup>7</sup> Abgesehen von den Versicherungen, diese sind aber nicht der Aufsicht der EBK, sondern derjenigen des BPV unterstellt; mittelfristig werden Versicherungen und EBK-regulierte Finanzdienstleistungsanbieter von einer neuen Behörde, der FINMA, die EBK und BPV vereinigen wird, überwacht werden. Ebenso nicht berücksichtigt sind hier die nicht sehr bedeutsamen Pfandbriefanstalten, die der EBK-Aufsicht unterstehen.

Graphisch dargestellt präsentiert sich der Anwendungsbereich des KAG wie folgt:



Die vertraglichen Anlagefonds und die Fondsleitung (dunkelgrau in obiger Grafik) werden vom KAG in grundsätzlich gleicher Weise wie unter dem AFG geregelt.

Die Anlagefonds in körperschaftlicher Form («open-end» Anlagegesellschaften, entsprechend der Société d'Investissement à Capital Variable, SICAV) sowie die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (LP) (hellgrau in obiger Grafik) als personengesellschaftlich konzipierte Anlageform, sind durch das KAG eingeführte Novitäten im schweizerischen Recht und erweitern dessen numerus clausus der Gesellschaftsformen.

Das in obiger Grafik schraffiert unterlegte «Aufsichtsgut», nämlich die Investmentgesellschaft mit festem Kapital (Société d'Investissement à Capital Fixe, SICAF) einerseits und die KAG-Vermögensverwalter andererseits sind dagegen keine Neuschöpfung des KAG: Vielmehr handelt es sich dabei zum einen um die altbekannte Beteiligungsgesellschaft in Form der Aktiengesellschaft gemäss Art. 620 ff. OR, die neu und anders als unter dem AFG unter gewissen Voraussetzungen der Bewilligungspflicht und prudentiellen Überwachung durch die EBK unterstellt wird; zum andern sind es die Vermögensverwalter von schweizerischen kollektiven Kapitalanlagen, die nun neu der Bewilligungspflicht und prudentiellen Überwachung durch die EBK unterstellt werden.

Eine regulatorische Zwitterstellung nehmen die seit einiger Zeit eine immer grössere Bedeutung erlangenden strukturierten Produkte (mit Punkten hinterlegt) ein. Sie werden nicht der Bewilligungspflicht unterstellt. Es müssen aber gewisse Anforderungen insbesondere an die Transparenz erfüllt sein, damit sie in oder von der Schweiz aus öffentlich vertrieben werden dürfen.

Eine weitere, für die Praxis sehr wichtige und erfreuliche Neuerung besteht im vereinfachten Genehmigungsverfahren (auf das weiter hinten in II.6 kurz eingegangen wird) für die Zulassung zum öffentlichen Vertrieb von kollektiven Kapitalanlagen (nicht aber für die Institutsbewilligungen wie Fondsleitungs- und KAG-Vermögensverwalterbewilligung). Es handelt sich dabei nicht bloss um eine Beschleunigung, sondern insoweit auch um eine konzeptionelle Neuerung, als beispielsweise kollektive Kapitalanlagen für qualifizierte Anleger bereits nach Eingang des Gesuchs bzw. im Falle von übrigen Fonds für alternativen Anlagen innert vier Wochen nach Gesuchseingang ohne weiteres *als genehmigt gelten*. Aufgrund gewisser damit verbundener Anforderungen ist zur Zeit davon auszugehen, dass von diesen Erleichterungen nur schweizerische kollektive Kapitalanlagen profitieren werden. Dieses Regime dürfte vom Bundesrat nicht zuletzt auch im Hinblick auf zukünftige Verhandlungen mit der EU über die erleichterte Zulassung schweizerischer Fonds im EU-Raum so festgelegt worden sein.

Hinweis: Gemäss Art. 2 Abs. 2 lit. a KAG sind von seinem Geltungsbereich Einrichtungen und Hilfseinrichtungen der beruflichen Vorsorge, einschliesslich *Anlagestiftungen*, ausgenommen. Die in der Graphik durchgestrichenen Anlagestiftungen sind hier nur noch pro memoria aufgeführt, da sie gemäss Vorschlag der Expertenkommission dem KAG hätten unterstellt werden sollen. Dies wäre sachgerecht gewesen, da es sich dabei auch um kollektive Anlageformen handelt.

## II. Wichtige Neuerungen im Überblick

### 1. Schweizer SICAV und Limited Partnership

Entsprechend dem Reformziel des KAG, die Schweiz als «Produktionsstandort» zu stärken und als solchen auch für andere Anlagestrukturen als vertragliche Fonds zu etablieren, wurden mit der SICAV und der Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen («LP») zwei *neue* Gesellschaftsformen eingeführt. Obwohl sich beide Gesellschaften eng an die bereits bekannten Formen der Aktiengesellschaft (Art. 620 ff. OR) betreffend SICAV und der Kommanditgesellschaft (Art. 594 ff. OR) betreffend LP anlehnen, wird hier dennoch gesellschaftsrechtlich Neuland betreten bzw. geschaffen, handelt es sich doch nicht um die blosser Statuierung von einigen vom Gesellschaftsrecht des OR abweichenden Spezialvorschriften<sup>8</sup>: Die *SICAV* hat – anders als die Aktiengesellschaft – kein zum voraus bestimmtes, sondern ein variables Kapital. Dies ist notwendig, um die laufende Ausgabe und Rücknahme von Anteilen sicherzustellen. Die *LP* unterscheidet sich zentral von der Kommanditgesellschaft dadurch, dass ihre Komplementäre zwingend in der Schweiz inkorporierte Aktiengesellschaften und ihre Kommanditäre ebenso obligatorisch qualifizierte Anleger gemäss Art. 10 Abs. 3 KAG sein müssen. Beide neuen Gesellschaftsformen stehen nur zur Verfügung, wenn ausschliesslicher Zweck die kollektive Kapitalanlage ist – was im Vergleich zum erlaubten Zweck der Fondsleitungsgesellschaft restriktiver ist.

### 2. Neuerungen bei der Fondsleitung

Während die Tätigkeit der Fondsleitung unter dem AFG grundsätzlich auf die Verwaltung von Anlagefonds (Art. 9 Abs. 1 i.V.m. Art. 11 AFG) beschränkt war, gestattet das KAG in Anlehnung an die EG-Fondsdienstleistungsrichtlinie<sup>9</sup> einen erweiterten Tätigkeitskreis, insbesondere die

<sup>8</sup> Zur Begründung, weshalb es sich hier tatsächlich um neue Gesellschaftsformen handelt, vgl. Arthur Meier-Hayoz/Peter Forstmoser, Schweizerisches Gesellschaftsrecht, 10. Aufl. Bern 2006, S. 684 ff., insbesondere Rn. 115 (SICAV) und Rn. 130 (LP).

<sup>9</sup> 2001/107/EG.

Vermögensverwaltung und Anlageberatung auf Basis individueller Kundenmandate sowie weitere administrative Dienstleistungen in diesem Zusammenhang. Diese Ausdehnung ist vor dem Hintergrund zu sehen, dass die Fondsleitungsbewilligung als die «höherwertigere» bzw. wesentlich anforderungsreichere Bewilligung als die KAG-Vermögensverwalterbewilligung letztere mitumfassen soll, und einem KAG-Vermögensverwalter ist es naturgemäss gestattet, nebst Mandaten von Fonds und anderen kollektiven Kapitalanlagen auch individuelle Kundenmandate zu betreuen. Eine andere Regelung hätte dazu geführt, dass solche Vermögensverwalter für ihre Mandate von Kunden, die nicht als kollektive Kapitalanlagen gemäss KAG zu qualifizieren sind, (also institutionelle Anleger und Privatkunden) eine separate Gesellschaft einsetzen müssten.

### 3. Obligatorische Unterstellung von Vermögensverwaltern schweizerischer kollektiver Kapitalanlagen

Neu unterstehen Vermögensverwalter, die schweizerische kollektive Kapitalanlagen verwalten, der Bewilligungspflicht (Art. 13 Abs. 2 lit. f KAG)<sup>10</sup>

<sup>10</sup> Für KAG-Vermögensverwalter gelten folgende Bewilligungsvoraussetzungen (nicht vollständige Aufzählung): Die für Geschäftsführung und Verwaltung (des Vermögensverwalters) verantwortlichen Personen müssen einen guten Ruf geniessen und Gewähr für einwandfreie Geschäftstätigkeit bieten (Art. 14 Abs. 1 lit. b KAG); die qualifizierten Beteiligten (des Vermögensverwalters) müssen einen guten Ruf geniessen und ihr Einfluss darf sich nicht zum Schaden einer umsichtigen und soliden Geschäftstätigkeit auswirken (Art. 14 Abs. 1 lit. b KAG); durch interne Vorschriften und eine angemessene Betriebsorganisation muss die Erfüllung der Verpflichtungen aus dem KAG sichergestellt sein (Art. 14 Abs. 1 lit. c KAG); es müssen ausreichende finanzielle Garantien vorliegen (Art. 14 Abs. 1 lit. d KAG); die Anforderungen an finanzielle Garantien werden unter anderem in Art. 19 Abs. 1 KKV dahingehend konkretisiert, dass Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen über ein einbezahltes Kapital von 200 000 CHF verfügen müssen). Die Anforderungen an die Betriebsorganisation hängen dabei wesentlich vom Umfang und der Komplexität der Vermögensverwaltungsmandate ab, grundsätzlich gilt aber: Die Geschäftsleitung muss aus mindestens zwei Personen bestehen (Art. 12 Abs. 1 KKV). Eine zweckmässige und angemessene interne Organisation ist insbesondere in den Bereichen Risk-Management, internes Kontrollsystem (IKS) und Compliance erforderlich (Art. 12 Abs. 3 KKV). Der Vermögensverwalter darf nur Personal beschäftigen, das seiner Tätigkeit entsprechend angemessen qualifiziert ist (Art. 12 Abs. 4 KKV). Erfordern es Art und Umfang der Tätigkeit, kann die

und prudentiellen Überwachung durch die EBK. Die KAG-Vermögensverwalter haben damit einen regulierten Status, der ihnen – gleichsam als Nebeneffekt – auch die Möglichkeit eröffnet, als Vermögensverwalter von europäischen kollektiven Kapitalanlagen tätig zu werden – was aber nicht eine Frage des schweizerischen Rechts ist<sup>11</sup>.

#### 4. Fakultative Unterstellung von Vermögensverwaltern ausländischer Anlagestrukturen

Verwalten Vermögensverwalter ausländische, jedoch keine schweizerischen kollektiven Kapitalanlagen, fallen sie nicht unter Art. 13 Abs. 2 lit. f KAG bzw. unterliegen – aus Sicht des schweizerischen Rechts – keiner Bewilligungspflicht. Da es für die Geschäftstätigkeit solcher Vermögensverwalter aber aus Gründen ausländischen Rechts immer häufiger Voraussetzung ist, dass diese den Status eines prudentiell regulierten Instituts besitzen, wird den entsprechenden Vermögensverwaltern in Art. 13 Abs. 4 KAG das *Recht* eingeräumt, sich der Aufsicht durch die EBK zu unterstellen. Der Umstand, dass es sich hierbei um eine (aus Sicht des schweizerischen Rechts) freiwillige Unterstellung handelt, ändert aber selbstverständlich nichts daran, dass alle Bewilligungsvoraussetzungen erfüllt werden müssen und diese Institute der gleichen laufenden Überwachung durch die EBK unterstellt sind wie die «Pflicht-»KAG-Vermögensverwalter.

Weil mit einer Schweizer Aufsicht über Investment Managers ausländischer kollektiven Kapitalanlagen und der damit verbundenen indirekten Verleihung eines «Gütesiegels» an die Anlage auch ein Reputationsrisiko für die EBK und den hiesigen Finanzplatz verbunden ist, kommt eine freiwillige Unterstellung nur in Frage, wenn die betreffenden kollektiven Kapitalanlagen einer mit der schweizerischen Aufsicht gleichwertigen ausländischen Aufsicht unterstellt sind (Art. 13 Abs. 4 lit. c KAG).

---

EBK eine interne Revisionsstelle verlangen (Art. 12 Abs. 5 KKV, wobei ein Outsourcing dieser Aufgabe grundsätzlich möglich sein sollte). Sodann bedarf der KAG-Vermögensverwalter einer qualifizierten (externen) Revisionsstelle (die diesbezügliche Qualifikation ist jedoch nicht identisch mit derjenigen an Revisionsstellen von Banken, Effektenhändlern und Fondsleitungen).

<sup>11</sup> Vgl. dazu sogleich unter 4. hienach.

#### 5. Differenzierung des Anlegerschutzes

Anders als das AFG unterscheidet das KAG zwischen gewöhnlichen und qualifizierten Anlegern und stuft den Anlegerschutz entsprechend ab. Kollektive Kapitalanlagen stehen dabei sämtlichen Anlegern offen, sofern Gesetz, Statuten oder Fondsreglement den Kreis der Investoren nicht auf qualifizierte Anleger beschränken (Art. 10 Abs. 2 KAG). Art. 10 Abs. 3 lit. a–f KAG enthält eine beispielhafte Aufzählung von qualifizierten Anlegern<sup>12</sup>.

Besonders erwähnt seien in diesem Zusammenhang die institutionellen Anleger (Art. 10 Abs. 3 lit. a–c KAG) sowie die Kategorie der vermögenden Privatpersonen, sog. High Net-Worth Individuals («HNWI», Art. 10 Abs. 3 lit. e KAG, «HNWI-Ausnahme»), welche als qualifiziert gelten, wenn sie über ein grösseres Vermögen, konkret über Finanzanlagen («bankable assets») in der Höhe von mindestens zwei Millionen Schweizer Franken (Art. 6 KKV) verfügen.

Damit wurde bei der Schaffung des KAG dem Interesse des Fonds- und Private-Banking-Standorts Schweiz entsprochen, prudentiell regulierte kollektive Kapitalanlagen mit erhöhten Risiken für Personenkreise auflegen zu dürfen, die gemäss Gesetz bloss ein reduziertes Anlegerschutzbedürfnis haben. Wichtigstes Beispiel ist die LP gemäss Art. 98 KAG, die wie erwähnt nur qualifizierten Anlegern offen steht.

Der Qualifikation «qualifizierte Anleger» kommt aber noch eine weitere, sehr grosse Bedeutung im Produktvertrieb zu: Gemäss Art. 3 KAG gilt Werbung *nicht* als öffentlich, wenn sie sich – mit entsprechenden Werbemitteln – ausschliesslich an qualifizierte Anleger richtet. Da der Vertrieb ausländischer Kollektivanlagen nur dann bewilligungspflichtig ist, wenn dieser öffentlich erfolgt (Art. 120 Abs. 1 KAG), bedeutet dies, dass qualifizierten Anlegern alle ausländischen kollektiven Kapitalanlagen bewilli-

---

<sup>12</sup> Es sind dies im einzelnen beaufsichtigte Finanzintermediäre wie namentlich Banken, Effektenhändler und Fondsleitungen (dazu gehören aber sicher auch KAG-Vermögensverwalter, da sie in vergleichbarer Weise wie Banken etc. laufend überwacht werden), beaufsichtigte Versicherungseinrichtungen, öffentlich-rechtliche Körperschaften und Vorsorgeeinrichtungen mit professioneller Tresorerie, vermögende Privatpersonen sowie Anleger, die mit einem beaufsichtigten Finanzintermediär einen Vermögensverwaltungsvertrag geschlossen haben.

gungsfrei angeboten werden dürfen, was gegenüber der Situation unter dem AFG mit Bezug auf die neue Kategorie der vermögenden Privatanleger eine sehr weitgehende Liberalisierung darstellt (das AFG kannte keine HNWI-Ausnahme).

## 6. Vereinfachte und rasche Produktzulassung durch die EBK

Eine weitere, für die Praxis wichtige Neuerung besteht im vereinfachten Genehmigungsverfahren für die Zulassung zum öffentlichen Vertrieb von kollektiven Kapitalanlagen (nicht aber für die Institutsbewilligungen wie z. B. Fondsleitungs- und KAG-Vermögensverwalterbewilligung). Es handelt sich dabei aber nicht bloss um eine Ordnungsvorschrift betreffend die maximale Dauer der Behandlung von Gesuchen, sondern insoweit um eine konzeptionelle Neuerung, als beispielsweise kollektive Kapitalanlagen für qualifizierte Anleger bereits mit Eingang des Gesuchs bzw. im Falle von übrigen Fonds für alternativen Anlagen innert vier Wochen nach Gesuchseingang *als genehmigt gelten*. Aufgrund gewisser damit verbundener Anforderungen ist zur Zeit davon auszugehen, dass von diesen Erleichterungen vermutlich nur schweizerische kollektive Kapitalanlagen werden profitieren können. Diese Anforderungen dürften vom Bundesrat nicht zuletzt auch als im Hinblick auf zukünftige Verhandlungen mit der EU über die erleichterte Zulassung schweizerischer Fonds so festgelegt worden sein<sup>13</sup>.

## III. «Threats»

Entsprechend der Zielsetzung des Gesetzes, alle kollektiven Kapitalanlagen umfassend zu regulieren, sind neu auch *Beteiligungsgesellschaften* vom KAG erfasst. Eine Ausnahme besteht indes für Beteiligungsgesell-

<sup>13</sup> In der Überlegung, dass man EU-Fonds von diesen Erleichterungen nur profitieren lassen wird, wenn schweizerischen Fonds die Zulassung im EU-Raum erleichtert wird. Die relevanten Fristen finden sich in Art. 17 KKV. Es wird dort noch zusätzlich danach unterschieden, ob sich das Produkt an qualifizierte Anleger oder an das Publikum richtet.

schaften in Form von Aktiengesellschaften, die entweder an einer schweizerischen Börse (SWX Swiss Exchange, Berne Exchange) kotiert sind (Art. 110 lit. c KAG) oder aber ausschliesslich qualifizierten Anlegern im Sinne des Art. 10 Abs. 3 KAG offen stehen (Art. 110 lit. b KAG).

Wie schon zuvor das AFG erfasst auch das KAG *ausländische kollektive Kapitalanlagen*, und zwar unabhängig von der konkreten Organisationsform (Art. 119 ff. KAG). Neu besteht eine Bewilligungspflicht nun jedoch auch bei ausländischen «closed-end» kollektiven Kapitalanlagen in gesellschaftlicher Form, bei denen die Anleger aktionärstypische Mitbestimmungsrechte haben (solche Strukturen waren unter dem AFG von der Unterstellung ausgenommen); solche Anlagen dürfen in Zukunft in der Schweiz nur noch im Rahmen des nicht-öffentlichen Vertriebs angeboten werden, was auf den ersten Blick als eine massive Einschränkung für entsprechende Produkthanbieter erscheint. Da solche Produkte aber in der Regel ohnehin nicht für Retail-Anleger gedacht sind, wird die Verschärfung in der Praxis durch die Einführung der HNWI-Ausnahme deutlich relativiert<sup>14</sup>.

*Strukturierte Produkte* waren bis anhin nicht vom Geltungsbereich des AFG erfasst, sofern sie nicht als anlagefondsähnlich galten, was in der Vergangenheit immer wieder zu schwierigen Abgrenzungsfragen führte. Das KAG statuiert nun neu für öffentlich vertriebene strukturierte Produkte die Pflicht zur Publikation eines vereinfachten Prospekts, verzichtet jedoch auf eine Bewilligungspflicht (Art. 5 KAG). Der vereinfachte Prospekt muss gemäss einem genormten Schema die wesentlichen Merkmale des strukturierten Produktes, dessen Gewinn- und Verlustaussichten sowie die bedeutenden Risiken für die Anleger beschreiben (Art. 5 Abs. 2 lit. a KAG). Diese Informationen müssen dem Durchschnittsanleger in einer für ihn «leicht verständlichen» Art und Weise vermittelt werden. Zu be-

<sup>14</sup> Praktisch dürfte sich die genannte Ausdehnung der Unterstellung v.a. im Bereich der sogenannten «affluent clients» auswirken, die für solche Anlagen im Rahmen der Portfolio-Diversifikation an sich «suitable» wären, aber denen sie nun neu nicht mehr angeboten werden dürfen, da diese nicht als HNWI (siehe unter II.5. vorangehend) gelten. Um diesen Kundenbereich mit bewilligungsfreien Produkten zu bedienen, ist die Schaffung strukturierter Produkte eine Alternative, welche die Performance eines Baskets entsprechender ausländischer Kollektivanlagen abbilden.

achten sind sodann die sehr wichtigen Einschränkungen betreffend Emitenten, Garanten und Vertriebssträger, die sich aus Art. 4 Abs. 1 KKV ergeben.

#### IV. «Opportunities»: Swiss Limited Partnership («LP»)

##### 1. Allgemeines

Mit der Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (Art. 98 ff. KAG; nachfolgend auch «LP») führt der Gesetzgeber eine neue Gesellschaftsform ein, die sich zwar stark an die traditionelle Kommanditgesellschaft (Art. 594 ff. OR) anlehnt. Wegen der anwendbaren Spezialbestimmungen ist sie wie einleitend (I., II.) ausgeführt dennoch als Gesellschaft *sui generis* zu betrachten.

Die Besonderheit dieser neuen Gesellschaftsform für kollektive Kapitalanlagen besteht darin, dass der Gesellschaftszweck ausschliesslich die kollektive Kapitalanlage ist (Art. 98 Abs. 1 KAG). Die Gesellschaft muss ihre Anlagen dabei zwingend in Risikokapital (*private equity*) oder in «andere Anlagen» gemäss Art. 121 Abs. 1 KKV (Bau- und Immobilienprojekte; alternative Anlagen) tätigen. Komplementär kann nur eine schweizerische Aktiengesellschaft sein. Als Kommanditäre kommen nur qualifizierte Anleger in Frage.

##### 2. Ausgestaltung

Diese neu eingeführte Anlageform wurde nach dem Vorbild der klassischen (*private equity*) Limited Partnerships angelsächsischen Rechts ausgestaltet, wie sie auch von Schweizer Instituten und Risikokapitalanbietern z.B. auf Guernsey und Jersey gegründet werden.

Wie bei der klassischen Kommanditgesellschaft gemäss Art. 594 ff. OR unterscheidet man auch bei der Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen zwischen Kommanditären und Komplementären, wobei sich Erstere dadurch auszeichnen, dass sie nur bis zu einer bestimmten Kom-

manditsumme persönlich und solidarisch haften (Art. 594 Abs. 1 OR, Art. 98 Abs. 1 KAG). Im Unterschied zur traditionellen Kommanditgesellschaft stellt das KAG jedoch besondere Anforderungen an die Gesellschafter: So kommen als Komplementäre einzig Aktiengesellschaften mit Sitz in der Schweiz in Frage (Art. 98 Abs. 2 KAG) und als Kommanditäre einzig qualifizierte Anleger im Sinne von Art. 10 Abs. 3 KAG (Art. 98 Abs. 3 KAG), siehe dazu vorne II.5.

Dieselbe Aktiengesellschaft kann immer nur bei einer einzigen Kollektivgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen Komplementär sein (Art. 98 Abs. 2 KAG). Umgekehrt kann eine Person jedoch mehrere Aktiengesellschaften für kollektive Kapitalanlagen fungieren. Hat die Gesellschaft nur einen Komplementär, so muss er über ein *einbezahltes* Aktienkapital von 100 000 CHF verfügen (Art. 118 Abs. 2 KKV). Hat die Gesellschaft mehrere Komplementäre, so müssen diese zusammen über das besagte *einbezahlte* Aktienkapital verfügen.

Anders als das Obligationenrecht verlangt das KAG für den Gesellschaftsvertrag Schriftform (Art. 102 Abs. 2 KAG). Der Gesellschaftsvertrag muss dabei zwingend Anlagepolitik, Anlagebeschränkung, Risikoverteilung und die mit der Anlage verbundenen Risiken und Anlagetechniken festlegen (Art. 102 Abs. 1 lit. h KAG). Ausserdem müssen die soeben genannten Angaben noch zusätzlich in einem Prospekt konkretisiert werden (Art. 102 Abs. 3 KAG).

Bestimmt der Gesellschaftsvertrag nichts anderes, kann der Komplementär über Ein- und Austritt von Kommanditären beschliessen (Art. 105 Abs. 1 KAG). Das hängt damit zusammen, dass es sich bei der Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen um eine geschlossene Kapitalanlageform handelt («closed-end»).

Anders als ursprünglich vorgesehen, gibt es für die LP keine Mindest- oder Höchstdauer. Die Gesellschaft wird stattdessen entsprechend den Bestimmungen im Gesellschaftsvertrag oder durch Gesellschafterbeschluss aufgelöst (Art. 109 KAG).

### 3. Steuerliche Situation

Grundsätzlich wird die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen steuerlich wie ein vertraglicher Anlagefonds<sup>15</sup> behandelt, weil die Kommanditäre gegenüber dem unbeschränkt haftenden Komplementär keinerlei Weisungsrechte in Bezug auf die Anlageentscheide haben<sup>16</sup>.

Auf Stufe Kommanditgesellschaft fallen – solange kein direkter Grundbesitz vorhanden ist – demnach keine direkten Steuern an. Auf den ausgeschütteten Vermögenserträgen (nicht jedoch auf den erzielten Kapitalgewinnen) wird demgegenüber die Verrechnungssteuer erhoben (Art. 4 Abs. 1 lit. c VStG), es sei denn, es komme das Affidavit-Verfahren zur Anwendung (Art. 11 Abs. 2 VStG).

Der Vertrieb von Anteilen an kollektiven Kapitalanlagen sowie deren Verwaltung ist von der Mehrwertsteuerpflicht ausgenommen (Art. 18 Ziff. 19 lit. f MWSTG).

Auf Stufe der Anleger unterliegen die ausgeschütteten Vermögenserträge der Einkommenssteuer (Art. 20 Abs. 1 lit. e DBG). Soweit die Anleger in der Schweiz steuerpflichtige Privatpersonen und nicht als Effekthändler im Sinne des Steuerrechts zu betrachten sind, sind die erzielten Kapitalgewinne steuerfrei.

Die Ausgabe von Anteilen an kollektiven Kapitalanlagen unterliegt ferner nicht der Emissionsabgabe (Art. 6 Abs. 1 lit. i StG). Demgegenüber unterliegt der Handel mit bzw. die entgeltliche Veräusserung von Anteilen an kollektiven Kapitalanlagen grundsätzlich der Umsatzabgabe (Art. 13 Abs. 2 lit. a Ziff. 3 StG).

Insgesamt erweist sich die Kollektivgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen somit als steuerlich attraktiv, dies besonders im Zusammenhang mit den Anlagen, für die sie vor allem geschaffen wurde, nämlich Private Equity und alternative Anlagen, bei welchen in der Regel die Erzielung

<sup>15</sup> Vertragliche Anlagefonds waren unter dem AFG und sind unter dem KAG keine Steuersubjekte und daher von den direkten Steuern befreit, soweit sie nicht direkten Grundbesitz haben (Art. 72 DBG e contrario, der nun kollektive Kapitalanlagen allgemein erfasst).

<sup>16</sup> Botschaft KAG (Fn 1), 6429.

von Kapitalgewinnen (und nicht Vermögenserträgen) im Vordergrund steht.

### 4. Fazit

Mit der Einführung der Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen ist einem Bedürfnis des Finanzplatzes Schweiz entsprochen worden. Die Schweiz verfügt nämlich als bedeutender Vermögensverwaltungsplatz nicht nur über ein grosses Platzierungspotenzial für Risikokapital<sup>17</sup>, sondern auch über eine anerkannte Private-Equity-Industrie. Diese kann fortan auf ein optimales Anlagevehikel eigenen Rechts zurückgreifen. Komplizierte und teure Strukturen, die nötig waren, um zu verhindern, dass bei ausländischen LP unter schweizerischer Kontrolle von einer verbotenen faktischen Fondsleitungstätigkeit in der Schweiz ausgegangen werden musste (und sich aus steuerlicher Sicht die Frage nach genügender Substanz im Ausland stellte), sind damit nicht mehr notwendig. Die entsprechenden Einsparungen dürften die durch die Regulierung verursachten Kosten wettmachen.

Dem Anleger eröffnet sich mit der Einführung der Kollektivgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen ein weites Anlageuniversum: Denkbar sind Investitionen in Private Equity, Immobilienprojekte sowie alternative Anlagen.

Steuerlich ist die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen aufgrund der grundsätzlichen Steuerbefreiung auf Stufe Gesellschaft jedenfalls für Privatinvestoren attraktiv.

Als Inkonsequent des KAG ist jedoch der Umstand zu erwähnen, dass der Vertrieb ausländischer LPs (die in ihrem Heimatland oft prudentiell nicht reguliert sind) an *qualifizierte* Anleger bewilligungsfrei möglich ist, während schweizerische LPs, die per definitionem nur genau diesen qualifizierten Anlegern offen stehen, einer Bewilligung bedürfen und der EBK-Aufsicht unterstehen. Dies stellt eine unerwünschte Inländerdiskriminierung dar. Allerdings kann der Umstand, dass die schweizerische LP prudentiell reguliert und mit der EBK von einer international über einen

<sup>17</sup> So schon die Botschaft zum KAG (Fn 1), 6422.

ausgezeichneten Ruf eines «strengen» Regulators verfügender Behörde überwacht wird, auch ein Vorteil sein. Diese Aufsicht ist ein Gütesiegel, das je länger desto mehr nicht nur für den Vertrieb bei institutionellen Anlegern (wie z.B. Pensionskassen) wertvoll bis sogar unentbehrlich ist, sondern auch die Platzierung bei HNWI wesentlich erleichtert, jedenfalls soweit diese über die Vertriebskanäle der Banken stattfinden soll.

## V. «Opportunities»: SICAV

### 1. Allgemeines

Der Gesetzgeber hat sich bei der Schaffung dieser neuartigen Gesellschaftsform an der luxemburgischen Gesetzgebung orientiert. Die Einführung der SICAV wurde allgemein begrüsst und in der Botschaft als «eine der innovativsten Schöpfungen des KAG» gepriesen<sup>18</sup>.

Die SICAV unterscheidet sich von der traditionellen Aktiengesellschaft im wesentlichen dadurch, dass sie kein im voraus bestimmtes, festes Kapital aufweist und dass dessen Veränderung nicht nach den aktienrechtlichen Regeln erfolgen muss (Art. 650 ff. OR, 732 ff. OR). Sodann ist ihr Zweck ausschliesslich die kollektive Kapitalanlage.

### 2. Ausgestaltung

Die SICAV richtet sich nach den Bestimmungen des Aktienrechts (Art. 620 ff. OR), sofern das KAG keine abweichenden Bestimmungen enthält. Zur Gründung ist ein Mindestkapital von CHF 250 000 erforderlich (Art. 37 Abs. 2 KAG). Die SICAV hat jedoch wie erwähnt kein im Voraus bestimmtes Kapital (Art. 36 KAG) und unterscheidet sich dadurch wesentlich von der traditionellen Aktiengesellschaft<sup>19</sup>. Die SICAV kann laufend neue Aktien ausgeben (Art. 42 Abs. 1 KAG). Umgekehrt entspricht es der Natur als offene Kapitalanlage («open-end»), dass die Gesellschaft ausgegebene Ak-

<sup>18</sup> Botschaft zum KAG (Fn 1), 6420.

<sup>19</sup> Eine Aktiengesellschaft verfügt gemäss Art. 620 Abs. 1 OR über ein «zum voraus bestimmtes Kapital.»

tien jederzeit zum Nettoinventarwert zurücknehmen muss (Art. 42 Abs. 1 KAG). Beides erfolgt, ohne dass aktienrechtliche Vorschriften über Kapitalerhöhung und -herabsetzung zu beachten wären.

Das Aktienkapital ist von Gesetzes wegen zwingend in zwei Aktienkategorien unterteilt: Unternehmer- und Anlegeraktien (Art. 36 Abs. 1 lit. b KAG). Ungeachtet der Aktienkategorie entfällt auf eine Aktie eine Stimme (Art. 47 KAG).

Das KAG sieht für die SICAV grundsätzlich die gleichen Organe wie für die traditionelle Aktiengesellschaft vor. Ist für die SICAV in den Statuten Eigenverwaltung vorgesehen, erfolgt die Geschäftsführung durch den Verwaltungsrat bzw. – im Rahmen einer entsprechenden Delegationsnorm in den Statuten – einer vom Verwaltungsrat eingesetzten Geschäftsleitung (Art. 51 Abs. 2 KAG). Dies eröffnet unabhängigen Vermögensverwaltern attraktive Möglichkeiten, ihren eigenen Fonds für Kundenanlagen zu schaffen, bei welchem sie die «assets under management» direkt kontrollieren, dies im Gegensatz zur Situation, wo eine Fondsleitung für sie einen «Private Label Fund» aufsetzt und der Vermögensverwalter in die blosse Rolle des Vermögensverwalters des Fonds verwiesen wird.

Wird die SICAV dagegen fremdverwaltet, so ist eine Delegation nur an eine Fondsleitungsgesellschaft gemäss Art. 28 ff. KAG zulässig (Art. 51 Abs. 5 KAG).

### 3. Steuerliche Situation

Steuerlich präsentiert sich die Situation gleich wie bei der Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen<sup>20</sup>. Es sei an dieser Stelle einzig wiederholt, dass auf Ebene der SICAV, soweit kein direkter Grundbesitz vorhanden ist, weder Kapital- noch Gewinnsteuern anfallen. Auf den ausgeschütteten Vermögenserträgen muss jedoch die Verrechnungssteuer entrichtet werden. Ausserdem müssen die Kapitalerträge, jedoch nicht die Kapitalgewinne, von den Anlegern als Einkommen versteuert werden (im Falle von in der Schweiz steuerpflichtigen Privatpersonen als Anleger).

<sup>20</sup> Vgl. dazu oben, IV. 3.

Es kann also festgehalten werden, dass die schweizerische SICAV auch im Vergleich mit europäischen SICAV und vertraglichen Fonds steuerlich attraktiv ist, dies unter Vorbehalt der Verrechnungssteuer.

#### 4. Fazit

Mit der Rezeption der Luxemburger SICAV hat der Gesetzgeber eine attraktive Struktur in das schweizerische Recht eingeführt. Die SICAV ist eine vollwertige Alternative zum traditionellen vertraglichen Anlagefonds. Zudem vermag sie gewisse Bedürfnisse im Bereich der kollektiven Kapitalanlagen besser zu befriedigen als vertragliche Fonds:

Die SICAV bietet etwa besondere Vorteile für Vermögensverwalter, welche eine kollektive Kapitalanlage für ihre eigene Kundschaft auflegen wollen, jedoch nicht über die nötigen finanziellen und organisatorischen Ressourcen verfügen, um selber eine Fondsleitungsgesellschaft zu gründen bzw. um die SICAV selbst zu administrieren (fremdverwaltete SICAV). Durch den Einsitz im Verwaltungsrat der SICAV kann (und muss – siehe Art. 64 Abs. 1 KKV) der Vermögensverwalter Einfluss auf die Tätigkeit der SICAV nehmen, was ihm eine wesentlich stärkere Stellung verschafft als er sie beim vertraglichen Anlagefonds hat, der für ihn durch einen «Private Label Fund»-Anbieter aufgesetzt und verwaltet wird.

Sodann kann die SICAV, u.a. wegen der Möglichkeit, verschiedene separate Teilvermögen für separate Aktionäre bzw. Aktionärsgruppen zu schaffen, für Anlagestiftungen bzw. für die Anlage von Bilanzmitteln gewisser institutioneller Anleger attraktiv sein, dies auch aus steuerlichen Gründen.

## VI. Exkurs: SICAF – Struktur von vermutlich geringer Bedeutung

### 1. Allgemeines

SICAF sind Aktiengesellschaften gemäss Art. 620 ff. OR, deren ausschliesslicher Zweck die kollektive Kapitalanlage ist (Art. 110 lit. a KAG).

Im Unterschied zur SICAV handelt es sich bei der vorliegenden Gesellschaft um eine geschlossene Kapitalanlage, bei der kein Recht des Anlegers auf Rückgabe des Anteils besteht. Das kann sich bei Private Equity-Beteiligungen und Immobilienanlagen als Vorteil erweisen, da damit bei der Anlagetätigkeit nicht Rücksicht darauf genommen werden muss, dass Teile des Portfolios in relativ kurzer Zeit liquidierbar sein müssen, um allfällige Anteilsrückgaben zu honorieren.

SICAF gab es in der Schweiz seit langem unter der Bezeichnung Beteiligungsgesellschaften; ihre Blütezeit erlebten sie gegen Ende des letzten Jahrhunderts, um danach deutlich in der Gunst der Anleger zu verlieren, was sich etwa auch in der Discountproblematik zeigt. Beteiligungsgesellschaften waren einzig durch die Kotierungsvorschriften der betreffenden Börse und das Aktienrecht geregelt. Mängel im Bereich der Corporate Governance und Interessenkonfliktsituationen zwischen der Gesellschaft und deren Vermögensverwaltern bei einzelnen Beteiligungsgesellschaften machten in den Augen des Bundesrats eine prudentielle Regulierung der SICAF notwendig<sup>21</sup>, entsprechend dem Grundsatz «same business, same risks, same regulation»; der Gesetzgeber ist dem Bundesrat dabei aber nur halbherzig gefolgt, wie nachfolgend gezeigt wird.

### 2. Ausgestaltung; Ausnahme von der KAG-Unterstellung unter gewissen Voraussetzungen

Die SICAF ist grundsätzlich als traditionelle Aktiengesellschaft konzipiert und unterliegt daher den aktienrechtlichen Regeln (Art. 112 KAG i.V.m. 620 ff. OR).

Im Gegensatz zur anderen geschlossenen Anlageform des KAG, der LP, steht die SICAF auch Aktionären offen, die nicht «qualifizierte Anleger» im Sinne von Art. 10 Abs. 3 KAG sind (Art. 120 lit. b KAG).

Das KAG statuiert abweichend von den Vorschriften des Aktienrechts einige Besonderheiten für die SICAF: Die Aktien der SICAF müssen vollständig liberiert sein (Art. 113 Abs. 1 KAG) und die Ausgabe von Stimmrechtsaktien, Partizipationsscheinen, Genussscheinen und Vorzugsaktien

<sup>21</sup> Botschaft zum KAG (Fn 1), 6426.

ist untersagt (Art. 113 Abs. 2 KAG). Die SICAF muss weiter zwingend eine Depot- und Zahlstelle haben (Art. 114 KAG). Die Anlagepolitik, die Anlagebeschränkungen, die Risikoverteilung sowie die mit den Anlagen verbundenen Risiken müssen in den Statuten und im Anlagereglement festgelegt und umschrieben werden (Art. 115 Abs. 1 KAG). Für die Anlagen kommen im übrigen die Anlagevorschriften des dritten Kapitels des Gesetzes zur Anwendung (Art. 115 Abs. 2 KAG).

Wie im Falle von Fonds und SICAV ist für die SICAF ein Prospekt zu erstellen (Art. 116 KAG i.V.m. Art. 75 und 77 KAG).

Im Gegensatz zur Gesetzesvorlage des Bundesrats entschied sich der Gesetzgeber dazu, Beteiligungsgesellschaften in Form einer Aktiengesellschaft, die entweder an einer schweizerischen Börse kotiert sind (Art. 120 lit. c KAG) *oder* die nur qualifizierten Anlegern offen stehen, vom Anwendungsbereich des KAG auszunehmen. E contrario folgt daraus, dass nur solche Gesellschaften als SICAF im Sinne des KAG gelten, deren Aktionäre nicht qualifizierte Anleger *und* die nicht an einer Schweizer Börse kotiert sind (vgl. die entsprechende Legaldefinition in Art. 110 KAG).

### 3. Steuerliche Situation

Da die SICAF eine Aktiengesellschaft im Sinne des Obligationenrechts ist, wird sie anders als die übrigen kollektiven Kapitalanlagen nicht als transparent im Sinne des Steuerrechts betrachtet und folglich nicht wie kollektive Kapitalanlagen behandelt. D.h., die SICAF profitiert *nicht* von den vorne bei der LP (IV.) und der SICAV (V.) kurz skizzierten steuerrechtlichen Erleichterungen.

Dies bedeutet unter anderem, dass auf dem durch die SICAF erzielten Gewinn auf Stufe Gesellschaft die Gewinnsteuer erhoben und dieser Gewinn, soweit es zu einer Ausschüttung kommt, auf Stufe des Anlegers noch einmal besteuert wird (Einkommenssteuer im Falle von Privatanlegern, dies auch, wenn die Gewinne der SICAF aus Kapitalgewinnen herühren).

Insoweit ist die SICAF steuerlich wesentlich weniger attraktiv als vertragliche Fonds, SICAV und LP (Kommanditgesellschaft für kollektive Kapi-

tananlagen). Ihre Besteuerung unterscheidet sich dabei nicht von der Besteuerung der nicht dem KAG unterstellten Beteiligungsgesellschaft.

### 4. Fazit

Der Gesetzgeber war grundsätzlich der Auffassung, dass die Verbesserung der Transparenz und des Anlegerschutzes eine prudentielle Regulierung von Beteiligungsgesellschaften erfordere. Die grundsätzliche Unterstellung der SICAF unter das KAG erscheint daher vor dem Hintergrund des Grundsatzes «same business, same risks, same rules» konsequent.

Nicht konsequent ist demgegenüber, dass SICAF, die an einer Schweizer Börse kotiert sind, nicht in den Geltungsbereich des Gesetzes fallen sollen. Das Parlament folgte hier nicht der Ansicht des Bundesrates, der in der Botschaft die Auffassung vertreten hatte, die mit der Börsenkotierung von Beteiligungsgesellschaften verbundene erhöhte Transparenz und Offenlegungspflichten könne eine prudentielle Regulierung nicht ersetzen.

Insgesamt erscheint die Regulierung der SICAF, wie sie vom Parlament entgegen der Botschaft nun statuiert wurde, als konzeptionell nicht gelungen: Die KAG-regulierte SICAF, d.h., eine geschlossene Aktiengesellschaft, die nicht an einer Börse kotiert werden kann und für deren Aktien es somit keinen liquiden Markt gibt, ist für ein weites Anlegerpublikum kaum attraktiv. Somit werden nur wenige Anbieter für ein solches Vehikel die Regulierungskosten auf sich nehmen wollen. Will man für Spezialsituationen eine Beteiligungsgesellschaft gründen, wird man sie oftmals ohnehin nur institutionellen und vermögenden Anlegern öffnen wollen – und dann fällt die KAG-Unterstellung ja ohnehin weg. Umgekehrt kommt die an der Börse kotierte Beteiligungsgesellschaft, die für einen breiteren Anlegerkreis unter bestimmten Voraussetzungen interessant sein kann, nicht in den Genuss des Gütesiegels der prudentiellen Überwachung. Dieser Umstand, die wenig attraktive steuerliche Behandlung und die in den letzten Jahren trotz erfreulicher Börsenentwicklung anhaltende negative Abweichung des Börsenkurses von sehr vielen Beteiligungsgesellschaften gegenüber ihrem inneren Wert (Discount-Problematik) dürften wohl dazu führen, dass die Rechtsform der Beteiligungsgesellschaft gegenüber vertraglichen Fonds und SICAV jedenfalls in näherer Zukunft weiter an Bedeutung verlieren wird.

## VII. «Opportunities»: Strukturierte Produkte

### 1. Allgemeines

Strukturierte Produkte erfreuen sich gegenwärtig in der Schweiz einer grossen Nachfrage und können eine Alternative gegenüber herkömmlichen kollektiven Kapitalanlagen sein. Einer ihrer grossen Vorteile besteht darin, dass sie – mangels eines Bewilligungsverfahrens – sehr rasch auf den Markt gebracht werden können, wenn sich ein bestimmtes Kundenbedürfnis zeigt («time to market»-Vorteil).

Angesichts ihrer Funktion ist es folgerichtig, dass die strukturierten Produkte vom neuen Gesetz erfasst werden (Art. 5 KAG). Neu dürfen strukturierte Produkte nur unter gewissen Voraussetzungen, insbesondere der Veröffentlichung eines vereinfachten Prospektes, ausgegeben und vertrieben werden. Im Übrigen unterstehen sie aber dem KAG nicht (keine Bewilligungspflicht), was Art. 5 Abs. 5 KAG ausdrücklich festhält.

### 2. Regulatorische Anforderungen an die Emission und den Vertrieb

Strukturierte Produkte sind nur dann von Art. 5 KAG erfasst, wenn sie öffentlich *angeboten* werden (Art. 5 Abs. 1 KAG). Gemäss Art. 3 Abs. 1 und Abs. 4 KKV liegt kein öffentliches Anbieten vor, wenn sich eine diesbezügliche Werbung ausschliesslich an qualifizierte Anleger im Sinne von Art. 10 Abs. 3 und 4 KAG richtet und dabei nur die für diesen Markt üblichen Werbemittel eingesetzt werden.

Strukturierte Produkte dürfen nur von einer Bank, einer Versicherung, einem Effektenhändler oder einem ausländischen Institut, das einer gleichwertigen prudentiellen Aufsicht untersteht, ausgegeben, garantiert oder vertrieben werden (Art. 5 Abs. 1 lit. a Ziff. 1–4 KAG). Soweit kein inländisches, sondern nur ein ausländisches Institut involviert ist, wird weiter vorausgesetzt, dass dieses über eine Niederlassung in der Schweiz verfügt, es sei denn, das Produkt werde an einer Schweizer Börse kotiert (Art. 4 Abs. 1 lit. b KKV).

Schliesslich muss der Emittent einen «vereinfachten» Prospekt veröffentlichen, der die wesentlichen Merkmale des Produkts, dessen Gewinn- und Verlustaussichten sowie die bedeutenden Risiken für die Anleger umschreibt (Art. 5 Abs. 2 lit. a KAG). Der Prospekt muss überdies darauf hinweisen, dass die strukturierten Produkte weder eine kollektive Kapitalanlage sind noch der Bewilligung der Aufsichtsbehörde unterstehen (Art. 5 Abs. 2 lit. c KAG). Die wichtigste und gleichzeitig auch anspruchsvollste Anforderung an den Prospekt ist dabei, dass dieser für den Durchschnittsanleger *leicht (sic!) verständlich* sein muss (Art. 5 Abs. 2 lit. b KAG).

### 3. Abgrenzungsprobleme

Strukturierte Produkte sind in letzter Zeit zum Teil zunehmend «fondsähnlicher» geworden<sup>22</sup>. Damit stellt sich zum Teil die Frage nach der Abgrenzung gegenüber kollektiven Kapitalanlagen gemäss Art. 7 ff. KAG. Diese ist von überaus grosser Bedeutung, da sie darüber entscheidet, ob ein «Produkt» ohne Bewilligung öffentlich vertrieben werden darf – da strukturiertes Produkt – oder nicht – da kollektive Kapitalanlage. Weil Art. 5 KAG keine Legaldefinition, sondern nur eine beispielhafte Aufzählung strukturierter Produkte enthält, sollte bei Zweifelsfällen nicht nur geprüft werden, ob Art. 5 KAG gegeben ist, sondern auch, ob Art. 7 KAG nicht erfüllt ist («Abgrenzung nach oben»). Die Tatbestandsmerkmale der kollektiven Kapitalanlage gemäss Art. 7 KAG sind dabei<sup>23</sup> Vorliegen eines Vermögens, (Fremd-)Verwaltung<sup>24</sup> sowie gemeinschaftliche Kapitalanlage zwecks gleichmässiger Befriedigung der Anlagebedürfnisse der Anleger.

Die Schweizerische Bankiervereinigung wird im Laufe des ersten Halbjahres 2007 ein von der EBK genehmigtes Selbstregulierungspapier publizieren, welches sich wenigstens punktuell hoffentlich auch zu Fragen der

<sup>22</sup> Botschaft zum KAG (Fn 1), 6415.

<sup>23</sup> Botschaft zum KAG (Fn 1), 6417.

<sup>24</sup> Mit «Verwaltung» ist dabei mehr als nur Administration gemeint. Nur wo Verwaltung im Sinne einer selbständigen Entscheidfindung über die Anlagetätigkeit vorliegt, ist das Merkmal Verwaltung im Sinne von Art. 7 Abs. 1 KAG erfüllt, vgl. dazu und zum Hintergrund dieses Abgrenzungsmerkmals Meier-Hayoz/Forstmoser, a.a.O., § 22 N 42.

Abgrenzung gegenüber kollektiven Kapitalanlagen äussern und Ausführungen zu Anforderungen an den vereinfachten Prospekt enthalten wird.

solchen schweizerischen Fonds und anderen kollektiven Kapitalanlagen zeigen, die zum exklusiven Vertrieb an schweizerische und internationale Kundschaft mit Booking Center in der Schweiz bestimmt sind.

## VIII. KAG – Mission erfüllt?

Grundsätzlich kann das KAG als gelungener Erlass bezeichnet werden, der das Anlageuniversum des Fondsplatzes Schweiz erweitert. Die Schweiz erhält somit als Fondsproduktionsstandort – was die Rechtsstrukturen anbelangt – gleich lange Spiesse wie wichtige ausländische Fondsplätze.

Der erweiterte Anwendungsbereich der Regulierung von kollektiven Kapitalanlagen («same business, same risks, same rules») dürfte die Wettbewerbsgleichheit unter den Anbietern verbessern und für einen insgesamt gleichmässigeren und besseren Anlegerschutz sorgen.

Zudem ist durch die Einführung des KAG eine wesentliche Annäherung an das Harmonisierungsniveau der Europäischen Union gelungen, mit deren Regulierungsgrundsätzen nun weitgehend Kompatibilität besteht. In diesem Zusammenhang ist aber auch zu erwähnen, dass schweizerische kollektive Kapitalanlagen dennoch nach wie vor nicht in den Genuss einer erleichterten Zulassung im EU-Raum kommen, geschweige denn eine EU-weit gültige Einheitslizenz zum Vertrieb erhalten können.

Sodann ändert der in regulatorischer Sicht in den meisten Bereichen vorbildliche Erlass nichts am je nach Zielpublikum recht gravierenden Nachteil der Verrechnungssteuer, die auf den von kollektiven Kapitalanlagen ausgeschütteten Erträgen erhoben wird.

Ich glaube deshalb nicht, dass es im grösseren Stil zur Repatriierung (insbesondere aus Luxemburg) von klassischen Fonds bzw. SICAV kommen wird. Das gilt erst recht für Fonds, die zum EU-weiten Absatz vorgesehen sind. Die neuen Strukturen dürften aber dazu führen, dass in Zukunft mehr kollektive Kapitalanlagen unter schweizerischem Recht aufgesetzt werden, dies vor allem im Segment alternativer Anlagen, Immobilienanlagen und Private Equity, mithin in Anlagebereichen, denen man ein sehr starkes Wachstum prophezeit. Solange die ungünstige Rechtslage beim Vertrieb von schweizerischen Kollektivanlagen im EU-Raum nicht beseitigt ist, wird sich eine Zunahme schweizerischer Strukturen dabei vor allem bei