

---

*Catrina Luchsinger Gähwiler*

## **Die SICAF**

### **Versuch einer Grenzziehung anhand der Immobiliengesellschaft**

#### **Inhaltsübersicht**

I.	Einleitung	2
II.	Geltungsbereich des KAG	3
	1. Rechtsformunabhängige Unterstellung kollektiver Kapitalanlagen	3
	2. Numerus clausus der bewilligungsfähigen Rechtsformen	3
III.	Begriffsdefinition der SICAF	3
	1. Aktiengesellschaft	4
	2. Ausschliesslicher Zweck der Kollektiven Kapitalanlage	4
	a) Vorliegen einer kollektiven Kapitalanlage	4
	aa) Übersicht	4
	bb) Vermögen	5
	cc) Gemeinschaftliche Kapitalanlage	6
	dd) Fremdverwaltung	6
	ee) Gleichmässige Befriedigung der Anlegerbedürfnisse	7
	b) Zweck der kollektiven Kapitalanlage	7
	c) Ausschliesslichkeit des Zwecks	7
IV.	Abgrenzung am Beispiel der Immobiliengesellschaften	8
	1. Der Negativkatalog in Art. 2 Abs. 2 KAG	8
	2. Variantenreichtum der Immobiliengesellschaft	8
	3. Die wesentlichen Abgrenzungskriterien	9
	a) Abgrenzung zur operativen Gesellschaft	9
	aa) Ausgangslage	9
	bb) Ursprung der Erträge	9
	cc) Wertschöpfung oder Wertsteigerung durch Eigenleistungen	10
	dd) Quantitatives Element bei Mischgesellschaften	10
	b) Abgrenzung zur Holdinggesellschaft	11
	aa) Begriffliches	11
	bb) Bedeutung der Abgrenzung	12
	cc) Beurteilung von Immobilienholdinggesellschaften	13
	c) Abgrenzung zum Investmentclub	14
	aa) Begriff	14
	bb) Gleichstellung von Familiengesellschaften mit Investmentclubs	14
	d) Fazit	15
V.	Schlussbemerkungen	15

## I. Einleitung

Gegenstand dieses Beitrags ist die Investmentgesellschaft. Peter Forstmoser hat deren Schicksal in seiner Eigenschaft als Präsident der Expertenkommission für die Totalrevision des Bundesgesetzes über die Anlagefonds vom 18. März 1994 («AFG») massgeblich mitbestimmt, indem diese nun als *société d'investissement à capital fixe* («SICAF») grundsätzlich dem Geltungsbereich des Bundesgesetzes über die kollektiven Kapitalanlagen («KAG») unterstellt ist.

Die SICAF ist keine neue Rechtsform, sondern eine Neubezeichnung für die bestehenden Investmentgesellschaften, soweit sie unter dem KAG bewilligungspflichtig sind. Zahlreiche bereits existierende, aber auch neu zu gründende Aktiengesellschaften mit Sitz in der Schweiz haben sich seit dem Inkrafttreten des KAG damit die Frage zu stellen, ob sie aufgrund der Legaldefinition nun als SICAF gelten oder nicht. Diese Abgrenzung stellt eine besondere Herausforderung dar, da sich die Aktiengesellschaft generell für eine Kapitalisierung durch Publikumsbeteiligung empfiehlt und sie aufgrund ihrer flexiblen Ausgestaltung für eine fast unbegrenzte Anzahl wirtschaftlicher Zwecke gegründet wird.<sup>1</sup> Dies gilt umso mehr als der Begriff der Investmentgesellschaft nicht fest umrissen ist<sup>2</sup> und die Definition des SICAF weiter geht als der Begriff der Investmentgesellschaft, wie er von der SWX verwendet wird<sup>3</sup>. Den Kriterien für die Unterstellung einer Aktiengesellschaft als SICAF unter das KAG sowie den Abgrenzungskriterien zu nicht bewilligungspflichtigen Aktiengesellschaften kommt im Hinblick auf die Gewährleistung der Rechtssicherheit daher grosse Bedeutung zu.

Nachfolgend soll zunächst auf den Begriff der kollektiven Kapitalanlage eingegangen werden. Sodann ist die Abgrenzung zur Holding, zur operativen Gesellschaft und zum Investmentclub näher zu beleuchten. Die Grenzziehung soll dabei anhand verschiedener Ausgestaltungen der Immobiliengesellschaft überprüft werden.

---

<sup>1</sup> Dies wurde bereits von der Expertenkommission festgestellt. In ihrem Erläuterungsbericht wird festgehalten, dass es aufgrund der heterogenen Erscheinungsformen und der Strukturen schwierig sei, Investmentgesellschaften zu definieren und abzugrenzen. Vgl. Erläuterungsbericht samt Gesetzesentwurf zur Totalrevision des Bundesgesetzes über die Anlagefonds vom 18. März 1994 der vom Eidg. Finanzdepartement eingesetzten Expertenkommission vom November 2003, 84 (zit. ERLÄUTERUNGSBERICHT).

<sup>2</sup> RICHARD C. MÜLLER, Die Investmentgesellschaft, Diss. Zürich 2001, 50.

<sup>3</sup> Dies ergibt sich bereits daraus, dass die Immobiliengesellschaften, welche im Rahmen der Regularien der SWX eine eigenständige Behandlung erfahren, unter dem KAG ebenfalls als Investmentgesellschaften gelten.

## II. Geltungsbereich des KAG

### 1. Rechtsformunabhängige Unterstellung kollektiver Kapitalanlagen

Eine der Zielsetzungen der Totalrevision des AFG war die rechtsformunabhängige Unterstellung sämtlicher Formen der kollektiven Kapitalanlage in der Schweiz nach dem aufsichtsrechtlichen Grundsatz «same business, same risks, same rules»<sup>4</sup>. Entsprechend hält Art. 2 Abs. 1 KAG fest, dass kollektive Kapitalanlagen und alle Personen, die diese verwalten oder aufbewahren, unabhängig von der Rechtsform dem Gesetz unterstellt und damit bewilligungspflichtig sind.

### 2. Numerus clausus der bewilligungsfähigen Rechtsformen

Obwohl mit Inkrafttreten des KAG auf den 1.1.2007 sämtliche Rechtsformen schweizerischer kollektiver Kapitalanlagen bewilligungspflichtig geworden sind, sind aber nur die im KAG ausdrücklich geregelten Rechtsformen auch bewilligungsfähig, wobei zudem auch die im KAG vorgegebene rechtliche Ausgestaltung, etwa bezüglich der Art der ausgegebenen Beteiligungspapiere<sup>5</sup> oder der Stimmrechte, einzuhalten ist.

In Bezug auf die bewilligungsfähigen Rechtsformen unterscheidet das KAG zwischen den offenen kollektiven Kapitalanlagen einerseits, welche Gruppe sowohl die bisher regulierten vertraglichen Anlagefonds als auch neu die Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (SICAV) beinhaltet. Die zweite Gruppe andererseits umfasst die geschlossenen kollektiven Kapitalanlagen, nämlich die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen sowie die Investmentgesellschaft mit festem Kapital (SICAF).

## III. Begriffsdefinition der SICAF

Die SICAF ist in Art. 110 KAG definiert als Aktiengesellschaft im Sinne des Obligationenrechts, deren ausschliesslicher Zweck die kollektive Kapitalanlage ist. Ausgenommen vom Begriff sind die börsenkotierten Gesellschaften (Art. 110 lit. c i.V.m. Art. 2 Abs. 3 KAG) sowie Gesellschaften, an welchen ausschliesslich qualifizierte Aktionäre beteiligt sind (Art. 110 lit. b i.V.m. Art. 2 Abs. 3 KAG).

---

<sup>4</sup> Botschaft des Bundesrates zum Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen vom 23.9.2005, BBl 2005 6395 ff., 6413 (zit. BOTSCHAFT).

<sup>5</sup> Exemplarisch etwa Art. 113 Abs. 2 KAG für die SICAF oder Art. 40 Abs. 1 KAG für die SICAV.

## 1. Aktiengesellschaft

Die Beurteilung des Vorliegens einer Aktiengesellschaft bietet keine Probleme. Allerdings ergibt sich gerade aus der Tatsache, dass Aktiengesellschaften weit verbreitet sind, die grundlegende Notwendigkeit, eine Abgrenzung der SICAF von den bewilligungsfreien Aktiengesellschaften anhand des Verwendungszweckes vorzunehmen<sup>6</sup>. Der Gesetzgeber hat dies zunächst getan, indem er auf das Vorliegen einer kollektiven Kapitalanlage abstellt.

## 2. Ausschliesslicher Zweck der Kollektiven Kapitalanlage

Die SICAF zeichnet sich dadurch aus, dass ihre Zweckbestimmung ausschliesslich die kollektive Kapitalanlage ist. Nachfolgend werden zunächst diejenigen Elemente dargestellt, welche zu einer Bejahung der kollektiven Kapitalanlage führen. Sodann ist zu hinterfragen, aufgrund welcher Kriterien auf die Zweckbestimmung der Gesellschaft hinsichtlich der Vornahme von kollektiven Kapitalanlagen zu schliessen ist. Letztlich ist sodann auch noch auf den Aspekt der Ausschliesslichkeit einzugehen.

### a) Vorliegen einer kollektiven Kapitalanlage

#### aa) Übersicht

Art. 7 Abs. 1 KAG umschreibt die kollektive Kapitalanlage als ein Vermögen, das von Anlegerinnen und Anlegern zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage aufgebracht und für deren Rechnung verwaltet werden. Dabei müssen die Anlagebedürfnisse der Anlegerinnen und Anleger in gleichmässiger Weise befriedigt werden.

Damit werden neu lediglich noch das Vermögen, die gemeinschaftliche Kapitalanlage, die Fremdverwaltung und die gleichmässige Befriedung der Anlagebedürfnisse als Elemente der kollektiven Kapitalanlage genannt.<sup>7</sup> Im Verhältnis zum Wortlaut des Anlagefondsgesetzes<sup>8</sup> fehlen im KAG die Elemente der Risikostreuung, der öffentlichen Werbung<sup>9</sup> und des abgesonderten Sondervermögens ohne eigene Rechtspersönlichkeit<sup>10</sup>. Letzteres ist lediglich eine Konsequenz der rechtsformunabhängigen Unterstellung sämtlicher Formen der kollektiven Kapitalanlage.

---

<sup>6</sup> Dazu ausführlich MÜLLER (FN 2), 107 f.

<sup>7</sup> Vgl. BOTSCHAFT (FN 4), 6417.

<sup>8</sup> Vgl. dazu PETER FORSTMOSER, Kommentar zum schweizerischen Anlagefondsgesetz, hrsg. von Peter Forstmoser, Zürich 1997, Art. 2 N 8 ff.

<sup>9</sup> Dieses Element wurde bereits im Rundschreiben 03/1 der Eidg. Bankenkommission («EBK») als nicht wesensnotwendig für die Bewilligungspflicht schweizerischer Anlagefonds erachtet.

<sup>10</sup> Dies gilt nur bezüglich der Anlagefonds, welche von der Schweiz aus verwaltet wurden. Das AFG kannte bereits in gewissem Umfang eine Bewilligungspflicht von Anlagefonds mit Domizil Ausland.

**bb) Vermögen**

Am Erfordernis des Vorliegens einer Vermögensmasse hat sich mit der Totalrevision nichts geändert. Der Vermögensbegriff umfasst die Gesamtheit der «einbezahlten Geldbeträge und der dadurch angeschafften Anlagen»<sup>11</sup>.

Hinsichtlich der Investmentgesellschaften besteht gemeinhin die Vorstellung, dass diese in Effekten investieren<sup>12</sup>. Das Gesetz schränkt die Vermögenswerte, in welche investiert wird, im Hinblick auf die Frage der Unterstellung unter das KAG aber nicht ein. Sie unterstellt namentlich auch Gesellschaften, welche in Immobilienanlagen investieren, als sogenannte Immobilien-Investmentgesellschaften dem Geltungsbereich des KAG<sup>13</sup>. Der Begriff der Investmentgesellschaft im KAG geht damit über den Begriff der Investmentgesellschaft, wie er von der SWX für das Segment der Investmentgesellschaften verwendet wird, hinaus<sup>14</sup>.

Einzelne Lehrmeinungen setzen jedoch für die Unterstellung mindestens die Geeignetheit zur Vermögensanlage voraus<sup>15</sup>. M.E. darf die Geeignetheit zur Vermögensanlage jedoch kein Unterstellungskriterium sein. Vielmehr wird die Frage, in welche Vermögenswerte kollektive Kapitalanlagen investieren dürfen, gesetzlich geregelt, wenn feststeht, dass es sich um eine kollektive Kapitalanlage handelt. Eine kollektive Kapitalanlage, welche in gesetzlich unzulässige Vermögenswerte investieren würde, wäre zwar bewilligungspflichtig, nicht aber bewilligungsfähig.

Vor dem Hintergrund der Abgrenzung zur operativen Gesellschaft bzw. zur Holdinggesellschaft wurde etwa postuliert, dass eine kollektive Kapitalanlage nur dann zu bejahen sei, wenn aufgrund der Vermögenswerte, in welche investiert sei, faktisch die Möglichkeit bestehe, das von der Gesamtwirtschaft ausgehende systematische Risiko substantiell und rasch zu verändern<sup>16</sup>. Dies ist abzulehnen, würde es doch bedeuten, dass die Investition in schwer handelbare Anlageinstrumente – namentlich etwa in Private Equity Beteiligungen – dem KAG nicht unterstellt wäre. Dies würde dem Anlegerschutzgedanken, welcher dem KAG zugrunde liegt, diametral widersprechen.

Aufgrund dessen ist das Total der Nettoaktiven der Gesellschaft als Vermögen zu qualifizieren, unabhängig davon, wie sich diese Vermögenswerte zusammensetzen.

<sup>11</sup> FORSTMOSER (FN 8), Art. 2 N 28.

<sup>12</sup> MÜLLER (FN 2), 11.

<sup>13</sup> ERLÄUTERUNGSBERICHT, 84.

<sup>14</sup> Investmentgesellschaften im Sinne des Zusatzreglementes für die Kotierung von Investmentgesellschaften der SWX Swiss Exchange sind Gesellschaften, welche mit Unternehmensbeteiligungen und anderen Effekten handeln. Vgl. dazu MÜLLER (FN 2), 55 sowie URS BRÜGGER, Die Investmentgesellschaft, in: Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz (Bd. 6), hrsg. von Peter Nobel, Bern 1997, 180 f.

<sup>15</sup> Vgl. etwa HANS-RUDOLF STEINER, Kommentar zum schweizerischen Kapitalmarktrecht (BEHG, AFG, Art. 161, 161<sup>bis</sup>, 305<sup>bis</sup>, 305<sup>ter</sup> StGB), hrsg. von Nedim Peter Vogt/Rolf Watter, Basel 1999, Art. 2 N 3.

<sup>16</sup> MATTHIAS COURVOISIER/RONNIE SCHMITZ, Grenzfälle kollektiver Kapitalanlagen, SZW 6 (2006) 407 ff., 413.

Maßgebliches Kriterium für das Vorliegen einer SICAF ist nicht das Vermögen, sondern vielmehr die Frage ob das Vermögen eine Kapitalanlage darstellt.

### cc) Gemeinschaftliche Kapitalanlage

Der Empfänger eröffnet die Einzahlungen der Anleger, um damit gemeinschaftliche Kapitalanlagen zu tätigen. Die Gemeinschaftlichkeit der Anlage setzt grundsätzlich eine Mehrzahl von Anlegern voraus<sup>17</sup>, wobei deren Guthaben in Bezug auf die genaue Verwendung und die Zurechenbarkeit der Surrogate nicht individualisierbar sind<sup>18</sup>; eine Ausnahme von der Notwendigkeit einer Anlegergemeinschaft wird lediglich für Einrichtungen der beruflichen Vorsorge und gewisse Versicherungseinrichtungen gemacht<sup>19</sup>. Letztere können Ein-Anleger-Kollektivanlagen errichten. In allen anderen Fällen ist das Vorliegen von mindestens zwei Anlegern vorausgesetzt. Einmann-Aktiengesellschaften sind damit vom Geltungsbereich des KAG im Grundsatz ausgenommen, selbst wenn damit Kapitalanlagen bezweckt werden.

Die Kapitalanlage bezieht sich auf die Verwendung der Mittel durch die Gesellschaft, wobei darunter sowohl der Vorgang der Anlage, als auch den Gegenstand der Anlage verstanden werden kann<sup>20</sup>. Das Bundesgericht hat die Kapitalanlage definiert als «jede längerfristig geplante Anlage von Geldern zur Erzielung eines Ertrages oder eines Wertzuwachses oder wenigstens der Erhaltung der Substanz»<sup>21</sup>. Auf diese Definition verweisen sowohl der Erläuterungsbericht der Expertenkommission als auch die Botschaft<sup>22</sup>. Der Fokus bei der Allokation der Vermögenswerte ist somit die Vornahme einer möglichst guten Vermögensanlage und nicht die Finanzierung eines bestimmten Unternehmens. Auf die Frage, wie die Zweckbestimmung zu beurteilen ist, ist nachfolgend unter lit. 0 einzugehen.

### dd) Fremdverwaltung

Die Fremdverwaltung des geöffnerten Vermögens ist wesensnotwendig für die kollektiven Kapitalanlagen. Der Entscheid über die Anlagen liegt somit nicht bei den Anlegern. Das Element der Fremdverwaltung gilt unabhängig von der Rechtsform der kollektiven Kapitalanlage. Sie ist bei der Aktiengesellschaft aber insofern immer gegeben, als die Verwaltung der Gesellschaft in den Händen des Verwaltungsrates und nicht in den Händen des Aktionariats liegt und der Verwaltungsrat die Gesellschaftsinteressen und nicht die Aktionärsinteressen zu vertreten hat.

---

<sup>17</sup> Vgl. etwa FORSTMOSER (FN 8), Art. 2 N 55 mit weiteren Hinweisen sowie zum neuen Recht FRANZ HASENBÖHLER (Hrsg.), *Recht der kollektiven Kapitalanlagen*, Zürich 2007, N 100.

<sup>18</sup> FORSTMOSER (FN 8), Art. 2 N 57.

<sup>19</sup> Art. 5 Abs. 1 KKV.

<sup>20</sup> HASENBÖHLER (FN 17), 99.

<sup>21</sup> BGE 116 Ib 79; vgl. ferner auch STEINER (FN 15), Art. 2 N 6.

<sup>22</sup> ERLÄUTERUNGSBERICHT (FN 1), 42 sowie BOTSCHAFT (FN 4), 6417.

Eine Fremdverwaltung und damit die Unterstellung der Gesellschaft unter das KAG kann dann verneint werden, wenn eine Personalunion zwischen Verwaltungsrat und Aktionariat besteht. Gleiches hat zu gelten, wenn eine Vertretung eines jeden Aktionärs durch eine Person seines Vertrauens im Verwaltungsrat gewährleistet ist. Der Beizug Außenstehender im Verwaltungsrat führt meines Erachtens noch nicht zur Fremdverwaltung, sofern die Aktionäre bzw. Aktionärsvertreter die Stimmenmehrheit behalten.

#### **ee) Gleichmässige Befriedigung der Anlegerbedürfnisse**

Die Aktionäre der kollektiven Kapitalanlage sind unter den gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln<sup>23</sup>. Dies ist im Falle der SICAF bereits aufgrund der aktienrechtlichen Vorschriften gewährleistet.

#### **b) Zweck der kollektiven Kapitalanlage**

Die Frage, ob eine Aktiengesellschaft nun eine kollektive Kapitalanlage oder eine anderweitige Verwendung der Vermögenswerte bezweckt, kann entweder aufgrund der statutarischen Zweckbestimmung der Gesellschaft oder dann aufgrund der subjektiven Wahrnehmungen und Beweggründe des Anlegers oder des Anlagevehikels selber beurteilt werden. Der Gesetzeswortlaut lässt offen, was entscheidend ist. Für die Bewilligungsfähigkeit einer SICAF wird m.E. aus Gründen des Anlegerschutzes verlangt werden, dass der ausschliessliche Zweck der kollektiven Kapitalanlage in den Statuten ausdrücklich festgehalten ist.

Anders ist die Frage in Bezug auf die Beurteilung der Unterstellung einer Aktiengesellschaft unter das KAG zu beantworten. Klar ist m.E., dass ein ausdrücklicher Hinweis auf die kollektive Kapitalanlage im Zweckartikel zu einer Unterstellung unter das KAG führt. Eine Unterstellung ist aber auch dann gegeben, wenn die Gesellschaft bewusst oder unbewusst die kollektive Kapitalanlage bezweckt, was namentlich aus der effektiven Geschäftstätigkeit und den gegenüber dem Anleger kommunizierten Zielsetzungen ersichtlich sein wird. Es ist mit anderen Worten auf den Gesamteindruck abzustellen, den die Gesellschaft vermittelt. Nicht massgeblich ist m.E. die subjektive Auffassung des Anlegers über den Verwendungszweck seiner Vermögenswerte. Der Anleger bezweckt mit seiner Einzahlung regelmässig eine Kapitalanlage und muss nicht reflektieren, ob die Gesellschaft selber mit seiner Investition nun eher eine Unternehmensfinanzierung oder eine Kapitalanlage bezweckt.

#### **c) Ausschliesslichkeit des Zwecks**

Dass der Zweck der kollektiven Kapitalanlage ausschliesslicher Zweck sein muss, ist wiederum ein Merkmal der Bewilligungsfähigkeit des SICAF. Für die Unterstellung kann es hingegen m.E. nicht auf die Ausschliesslichkeit ankommen, da ansonsten ei-

---

<sup>23</sup> FORSTMOSER (FN 8), Art. 2 N 64 f.; HASENBÖHLER (FN 17), 29.

ne Umgehung des Schutzzweckes des KAG durch eine geringfügige anderweitige Betätigung möglich wäre<sup>24</sup>.

## IV. Abgrenzung am Beispiel der Immobiliengesellschaften

### 1. Der Negativkatalog in Art. 2 Abs. 2 KAG

Der Gesetzgeber hat die bewilligungspflichtigen kollektiven Kapitalanlagen über die Legaldefinition von Art. 7 Abs. 1 KAG hinaus mittels eines nicht abschliessenden Negativkatalogs nicht unterstellter Rechtsformen und Gebilde weiter konkretisiert. Diesem Negativkatalog kommt bei der Beurteilung, ob eine kollektive Kapitalanlage vorliegt, wesentliche Bedeutung zu und er kann ohne weiteres als erweiterte Legaldefinition bezeichnet werden.

In Bezug auf die SICAFs ist vor allem der Ausschluss der operativen Gesellschaft (Art. 2 Abs. 2 lit. d KAG) sowie der Holdinggesellschaften (Art. 2 Abs. 2 lit. e KAG) bedeutsam. Darüber hinaus kommt aber auch dem Investmentclub gemäss Art. 2 Abs. 2 lit f KAG eine gewisse Bedeutung zu.

### 2. Variantenreichtum der Immobiliengesellschaft

Die Probleme der Grenzziehung zwischen den aufgrund der Legaldefinition erfassten kollektiven Kapitalanlagen einerseits und dem Negativkatalog der ausgenommenen Erscheinungsformen andererseits sollen exemplarisch anhand von Beispielen der Immobiliengesellschaft aufgezeigt werden. Der gemeinsame Charakter der Immobiliengesellschaften ist die Investition in Grundstücke und damit grundsätzlich die kollektive Kapitalanlage. Die Art und Weise, wie diese Investitionen getätigt werden, ebenso wie der Hintergrund der Gesellschaften, ist jedoch äusserst vielfältig. Dies ermöglicht die kritische Überprüfung der Grenzziehung zwischen bewilligungspflichtigen SICAF und bewilligungsfreien Aktiengesellschaften und das Aufzeigen von Konkretisierungsbedarf.

Während einzelne Gesellschaften direkt in Immobilien investieren, beteiligen sich andere als eigentliche Beteiligungsgesellschaften ihrerseits an kotierten und unkotierten Immobiliengesellschaften. Direktanlagen können durch Einzelgesellschaften erfolgen, andere Immobiliengesellschaften mit Direktanlagen weisen eine Konzernstruktur auf.

Auf der Aktionärsseite kann zwischen Einmann-Gesellschaften, reinen Familiengesellschaften und Publikumsgesellschaften unterschieden werden.

---

<sup>24</sup> Vgl. dazu auch hinten Ziff. 0.



In Bezug auf die Geschäftstätigkeit kann sodann zwischen Immobiliengesellschaften, welche sich ausschliesslich auf das Kaufen und Halten von Immobilien konzentrieren und jegliche Tätigkeiten im Auftragsverhältnis an Dritte vergeben, und solchen, welche über Mitarbeiter auch Eigenleistungen etwa im Bereich Verwaltung von Liegenschaften oder Planung von Bauprojekten erbringen, unterschieden werden. Ferner treten gewisse Gesellschaften als Generalunternehmer für Dritte auf, tätigen aber daneben in erheblichem Masse Immobilieninvestitionen.

### **3. Die wesentlichen Abgrenzungskriterien**

#### **a) Abgrenzung zur operativen Gesellschaft**

##### **aa) Ausgangslage**

Art. 2 Abs. 2 lit. d KAG sieht zunächst eine Ausnahme von der Unterstellung unter das KAG vor, wenn operative Gesellschaften eine unternehmerische Tätigkeit ausüben. Die Nichtunterstellung wird damit begründet, dass operative Gesellschaften, welche eine unternehmerische Tätigkeit ausüben, «im Gegensatz zur SICAF nicht hauptsächlich die Erzielung von Erträgen oder Kapitalgewinnen bezwecken, sondern vielmehr operativ tätig sind»<sup>25</sup>. Die Begriffselemente der operativen Gesellschaft einerseits und der unternehmerischen Tätigkeit andererseits sind ohne klare Konturen. Sie sind, wie dies auch aus der Botschaft hervorgeht, in erster Linie als Gegensatz zur kollektiven Kapitalanlage zu sehen.

##### **bb) Ursprung der Erträge**

Nachdem die Aktiengesellschaft typischerweise eine gewinnstrebige Tätigkeit verfolgt<sup>26</sup>, ist der Endzweck einer jeden typischen Aktiengesellschaft die Erzielung von Erträgen. Entsprechend kann die faktische Erzielung von Erträgen durch die Gesellschaft offensichtlich nicht als Abgrenzungsmerkmal dienen. Entscheidend ist vielmehr, wie die Gesellschaft gedenkt, Erträge zu erzielen.

Eine SICAF erzielt ihre Erträge aus den Ausschüttungen der Kapitalanlagen sowie den Gewinnen, welche sich aus dem Verkauf von Vermögenswerten ergeben.

Eine operative Gesellschaft erzielt ihre Erträge e contrario nicht aus dem Halten und Verkaufen von Vermögenswerten. Damit kann für die Beurteilung, ob eine operative Gesellschaft oder eine SICAF vorliegt, zunächst auf den Ursprung der Erträge abgestellt werden.

---

<sup>25</sup> BOTSCHAFT (FN 4), 6437.

<sup>26</sup> FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 2 N 56.

### cc) Wertschöpfung oder Wertsteigerung durch Eigenleistungen

Es stellt sich die Frage, ob damit bereits abschliessend zwischen operativer Gesellschaft und SICAF unterschieden werden kann. Zur Illustration soll eine Gesellschaft dienen, welche zu Spekulationszwecken Bauland kauft, Bauvorhaben ausschliesslich mit eigenen Mitarbeitern realisiert und die Bauten anschliessend verkauft. Die Erträge stammen ausschliesslich aus dem Verkauf der Immobilien. Unter diesem Aspekt wären diese Gesellschaften als reine Kapitalanlagegesellschaften zu werten. Allerdings ist nicht zu verkennen, dass die Tätigkeit der Mitarbeiter über die blosser Verwaltung des ursprünglichen Baulandes hinausgeht und in massgeblicher Weise wertsteigernd wirkt, so dass die Realisierung des Bauvorhabens durch die Gesellschaft in den Vordergrund tritt. Diese Wertschöpfung oder Wertsteigerung durch Eigenleistungen der Gesellschaft stellt m.E. ein weiteres Element dar, welches zur Definition der operativen Gesellschaft beigezogen werden muss. Operative Gesellschaften zeichnen sich dementsprechend auch dadurch aus, daß sie in jedem Fall über eine eigene Organisation mit Mitarbeitern verfügen, um die notwendigen Eigenleistungen zu erbringen, welche über die bloße Verwaltung hinausgehen<sup>27</sup>.

Die von einer SICAF durch Halten und Verkaufen von Vermögenswerten erzielten Erträge hängen demgegenüber von Faktoren ab, die nach getätigter Kapitalanlage üblicherweise nicht mehr durch Eigenleistungen beeinflusst werden. Entscheidend sind ausschliesslich Drittfaktoren, wie etwa die Wertsteigerung durch Anstieg der Marktpreise oder der Geschäftsgang einer Beteiligung. Die Eigenleistungen der SICAF beschränken sich somit auf den Investitions- und Desinvestitionsentscheid sowie die eigentliche Verwaltung der Anlagen, wozu bei Beteiligungsgesellschaften namentlich auch die Einflussnahme auf die Beteiligung und der Erbringung von Beratungsleistungen zugunsten der Beteiligungen zu zählen ist<sup>28</sup>. Oftmals wird aber die Verwaltung des Vermögens ohnehin mit einem Geschäftsführungsmandat auf spezialisierte Dritte übertragen, so dass die SICAF über keinerlei eigene Organisation verfügt<sup>29</sup>.

### dd) Quantitatives Element bei Mischgesellschaften

Neben das qualitative Element des Vorliegens einer operativen Tätigkeit, muss im Hinblick auf die Abgrenzung der operativen Gesellschaft von der SICAF auch ein quantitatives Element treten, wenn eine Gesellschaft als Mischgesellschaft sowohl eine operative Tätigkeit ausübt als auch Kapitalanlagen tätigt. Es stellt sich somit die Frage nach der Gewichtung der operativen Tätigkeit. Dies ist von Bedeutung, da die Mischgesellschaft bei einer Unterstellung unter das KAG ihre operative Tätigkeit gestützt auf Art. 110 lit. a KAG aufgeben muss. Andererseits besteht ein offensichtliches wirtschaftliches Interesse an Mischgesellschaften.

---

<sup>27</sup> So auch BRÜGGER (FN 14), 179.

<sup>28</sup> So auch MÜLLER (FN 2), 55 f.

<sup>29</sup> BRÜGGER (FN 12), 179.

Die Botschaft zum KAG hält zunächst fest, dass Gesellschaften, «welche akzessorisch für eigene Rechnung Kapitalanlagen tätigen und insbesondere auch Immobilien erwerben und veräussern dürfen»<sup>30</sup>, dem Gesetz nicht unterstellt sind. Dies bedeutet namentlich, dass die von Grosskonzernen betriebene professionelle Tresorerie bewilligungsfrei möglich ist.

Die Kapitalanlagetätigkeit kann aber auch über die bloss akzessorische Tätigkeit hinausgehen und strategischen Charakter annehmen. Als Beispiel mögen dafür Generalunternehmungen, welche selber in Immobilien investieren, oder Produktionsbetriebe, welche historisch bedingt, über ein grosses Immobilienportfolio verfügen, dienen. Das Zusatzreglement der SWX für die Kotierung von Immobiliengesellschaften wendet eine 2/3-Regel an. Die SWX geht dann von einer Immobiliengesellschaft aus, wenn deren Erträge zu mindestens 2/3 aus Immobilienaktivitäten stammen und bei denen mindestens 2/3 der Bruttoaktiven direkt oder indirekt Immobilienanlagen sind<sup>31</sup>. Bei Anwendung dieser Definition auf den Begriff der Investmentgesellschaft, wäre eine operative Gesellschaft auch dann noch zu bejahen, wenn 60% der Erträge aus Kapitalanlagen stammen würden und 60% der Bruttoaktiven Kapitalanlagen wären, da diesfalls die Kriterien für eine Immobilien-Investmentgesellschaft noch nicht erfüllt wären.

Eine abschliessende Antwort in Bezug auf die Grenzziehung bei Mischgesellschaften kann nicht gegeben werden. Es wird der Praxis der EBK obliegen, die Grenzen zwischen kollektiver Kapitalanlage und operativen Gesellschaften zu definieren. Allerdings erscheint es aufgrund der Tatsache, daß operative Tätigkeiten beim Vorliegen einer kollektiven Kapitalanlage einzustellen sind, sinnvoll, die Grenzwerte für die Kapitalanlagetätigkeit, welche für das Vorliegen einer kollektiven Kapitalanlage erreicht werden müssen, sehr hoch anzusetzen. Mißbrauchsfälle sind davon selbstverständlich auszunehmen.

## **b) Abgrenzung zur Holdinggesellschaft**

### **aa) Begriffliches**

Als dem KAG nicht unterstellte Gesellschaften gelten gemäss Art. 2 Abs. 2 lit. e KAG Gesellschaften, die durch Stimmenmehrheit oder auf andere Weise eine oder mehrere Gesellschaften in einem Konzern unter einheitlicher Leitung zusammenfassen. Der Gesetzgeber verwendet dafür den Begriff «Holdinggesellschaft». Aus den Materialien wird sodann ersichtlich, daß die Expertenkommission im Gesetzesentwurf selber nur den Begriff der Holdinggesellschaft verwendete und im Erläuterungsbericht zur Abgrenzungshilfe namentlich auf das Zusatzreglement für die Kotierung von Investmentgesellschaften der SWX<sup>32</sup> sowie die bisherige Praxis der Zulassungsstelle ver-

---

<sup>30</sup> BOTSCHAFT (FN 4), 6414.

<sup>31</sup> Art. 3 Zusatzreglement zur Kotierung von Immobiliengesellschaften der SWX Swiss Exchange.

<sup>32</sup> Nachfolgend ZR Investmentgesellschaften.

wies<sup>33</sup>. Art. 3 Abs. 4 des Zusatzreglements für die Kotierung von Investmentgesellschaften der SWX zieht die Abgrenzung ohne Bezugnahme auf den Begriff der wie folgt: «Fasst die Gesellschaft durch Stimmenmehrheit oder auf andere Weise eine oder mehrere Gesellschaften resp. direkt oder indirekt getätigte Anlagen unter einheitlicher Leitung zusammen (Konzern), so fällt die Gesellschaft nicht unter den Begriff der Investmentgesellschaft».

Wie bereits in der Literatur festgehalten worden ist, führt diese Definition dazu, dass die Holdinggesellschaft mit der Konzernobergesellschaft gleichgesetzt wird<sup>34</sup>, obwohl die Konzernobergesellschaft nicht zwingend eine Holdinggesellschaft und eine Holdinggesellschaft nicht zwingend immer eine Konzernobergesellschaft sein muss.

Als Holdinggesellschaften werden Gesellschaften bezeichnet, deren Zweck hauptsächlich in der Beteiligungen an anderen Gesellschaften besteht<sup>35</sup>. Die Beteiligungen können, müssen aber nicht Mehrheitsbeteiligungen sein. Für den Holdingbegriff wird weder eine Stimmenmehrheit an den Beteiligungsgesellschaften noch eine anderweitige Beherrschung der Beteiligungen vorausgesetzt. Diese Definition weicht somit in entscheidenden Punkten von der Definition, wie sie in Art. 2 Abs. 2 lit. e KAG verwendet wird, ab. Daraus ist abzuleiten, daß der Gesetzgeber eigentlich nicht auf den Holdingbegriff, sondern auf den Konzernbegriff abstellen wollte.

Als Konzern gilt demgegenüber eine verbundene Gruppe von Kapitalgesellschaften, welche juristisch selbständig organisiert, wirtschaftlich aber unter tatsächlich einheitlicher Leitung durch eine andere Kapitalgesellschaft zum Zwecke der Bildung einer unternehmerisch tätigen wirtschaftlichen Einheit zusammengefasst sind<sup>36</sup>.

## bb) Bedeutung der Abgrenzung

Die Definition in Art. 2 Abs. 2 lit. e KAG ist vor dem Hintergrund des Zweckes der Abgrenzung zur SICAF zu sehen:

Eine Unterscheidung ist in erster Linie zwischen der sogenannten Beteiligungsgesellschaft, welche mit der Beteiligungnahme lediglich eine gemeinschaftliche Kapitalanlage beabsichtigt, und der Konzernobergesellschaft, welche zwar ebenfalls Beteiligungen hält, damit aber eben das Zusammenfassen als wirtschaftliche Einheit bezweckt, vorzunehmen<sup>37</sup>. Die Untergesellschaften innerhalb des Konzerns, auch

---

<sup>33</sup> ERLÄUTERUNGSBERICHT (FN 1), 129. Der Hinweis auf das ZR Investmentgesellschaften findet sich auch in der BOTSCHAFT, 6395 ff., 6437.

<sup>34</sup> HASENBÖHLER (FN 17), N 659.

<sup>35</sup> Art. 671 Abs. 4 OR sowie 708 Abs. 1 OR.

<sup>36</sup> FLORIAN JÖRG, Altes und Neues zum Konzerngesellschaftsrecht, in: Entwicklungen im Gesellschaftsrecht II, hrsg. von Oliver Arter/Florian S. Jörg, Bern 2007, 31.

<sup>37</sup> So auch MÜLLER (FN 2), 110, welcher festhält, dass sich die Zweckrichtung beim Konzern von der Kapitalanlage entfernt, weil ausschliesslich die einheitliche Leitung angestrebt wird. Dieser absoluten Auffassung ist nicht zuzustimmen. Konzernobergesellschaften können über die einheitliche Leitung durchaus auch weitere Zwecke haben, namentlich dann, wenn sie selber einer operativen Tätigkeit nachgehen.

Sub-Holdings genannt, haben oftmals einen einzigen Aktionär und weisen daher ohnehin nicht den Zweck der gemeinschaftlichen Kapitalanlage auf. Soweit sie aber von mehreren verbundenen Gesellschaften gehalten werden, gilt aber auch für sie eine Ausnahme vom Geltungsbereich des KAG, sofern eine einheitliche Leitung besteht.

Für die Frage der Unterstellung ist somit ausschliesslich auf die Zwecksetzung der Beteiligungsnahme abzustellen. Dabei kann es nicht allein auf das Vorliegen einer Stimmenmehrheit ankommen, da auch Beteiligungsgesellschaften Mehrheitsbeteiligungen halten können. Auch die Frage, ob die Konzernobergesellschaft selber die Leitungsfunktion wahrnimmt, oder diese durch eine andere Konzerngesellschaft, etwa einer Managementgesellschaft, erfolgt, ist für die Unterstellung nicht von Relevanz<sup>38</sup>. Vielmehr ist aufgrund des Gesamteindrucks der Gruppe zu beurteilen, ob der Wille besteht, die Beteiligungen als wirtschaftliche Einheit zusammenzufassen. Ausdruck dieses Willens ist etwa die Bereitschaft zur Finanzierung der Beteiligungsgesellschaften über die bereits bestehende Aktienbeteiligung hinaus<sup>39</sup>, sowie das Vorliegen von vertraglichen und wirtschaftlichen Beziehungen zwischen den Gruppengesellschaften, mit welchen Synergieeffekte zwischen den Beteiligungen ausgenutzt werden sollen<sup>40</sup>.

### cc) Beurteilung von Immobilienholdinggesellschaften

Immobilienholdinggesellschaften halten ihre Immobilienobjekte in verschiedenen Tochtergesellschaften, welche sie oftmals zu 100% beherrschen. Die Holdinggesellschaft bezweckt zweifellos die einheitliche Leitung der verschiedenen Tochtergesellschaften. Damit wäre die Immobilienholdinggesellschaft grundsätzlich vom Geltungsbereich des KAG ausgenommen. Allerdings erscheint dies vor dem Hintergrund, dass der Gesetzgeber Immobiliengesellschaften als Investmentgesellschaften ausdrücklich regeln wollte, und aufgrund des Grundsatzes «same business, same rules» stossend. Umgehungen bezüglich der Unterstellungspflicht der Immobilien-Investmentgesellschaft wären damit ohne weiteres möglich.

Entsprechend kann es im Rahmen der Abgrenzung zwischen von der Unterstellung befreiten Holdinggesellschaften (im Sinne des KAG) und bewilligungspflichtigen Beteiligungsgesellschaften nicht nur darauf ankommen, ob eine einheitliche Leitung besteht, vielmehr muss zusätzlich auch geprüft werden, ob die Tochtergesellschaften ihrerseits nicht wiederum als Investmentgesellschaften zu gelten haben und die Konzernobergesellschaft nicht die Funktion eines Feeder Funds hat. Ist dies zu bejahen, so liegt m.E. eine bewilligungspflichtige kollektive Kapitalanlage vor, auch wenn eine einheitliche Leitung im Sinne von Art. 2 Abs. 2 lit. e KAG besteht. Dies ist

---

<sup>38</sup> So auch HASENBÖHLER (FN 17), N 661.

<sup>39</sup> BRÜGGER (FN 14), 179, welcher darauf hinweist, dass Investmentgesellschaften keine Finanzierungstätigkeit ausüben.

<sup>40</sup> Brügger (FN 14), 180.

bei Immobilienholdinggesellschaften, deren Tochtergesellschaften ausschliesslich Immobilien halten, der Fall.

Sofern aber mindestens eine der unter einheitlicher Leitung einer Konzernobergesellschaft stehenden Tochtergesellschaften als operative Gesellschaft qualifiziert und nicht lediglich zur Umgehung der Bestimmungen des KAG als Beteiligung gehalten wird, erscheint es m.E. richtig, die Konzernobergesellschaft von der Unterstellung unter das KAG zu befreien. Dieser Auffassung folgend wären etwa Immobilienkonzerne mit eigener Liegenschaftsverwaltungsgesellschaft oder eigenen Mitarbeitern für die Durchführung von Bauprojekten dem KAG nicht zu unterstellen.

### **c) Abgrenzung zum Investmentclub**

#### **aa) Begriff**

Investmentclubs sind dem Begriff nach von einer kleinen Anzahl von Personen gebildeter «privater Investmentfond» für «Hobby-Börsianer»<sup>41</sup>. Das Bundesgericht hat vor dem Hintergrund dieses Idealtypus noch unter altem Recht festgehalten, dass lediglich natürliche Personen als Anleger in Investmentclubs in Frage kommen. Bereits unter altem Recht war die Rechtsform für die Frage, ob ein Investmentclub vorlag, nicht relevant<sup>42</sup>. Daran wird auch im Rahmen des KAG festgehalten<sup>43</sup>.

Investmentclubs erlauben eine Ausnahme von der Bewilligungspflicht, wenn die Mitglieder in der Lage sind, ihre Vermögensinteressen selber wahrzunehmen, mithin keine Fremdverwaltung vorliegt<sup>44</sup>.

#### **bb) Gleichstellung von Familiengesellschaften mit Investmentclubs**

Lange Zeit war es aus Steuergründen oder zur Ermöglichung der Erbteilung üblich, auch private Immobilienanlagen mittels Aktiengesellschaften zu halten. Aufgrund der Erbfolge stehen diese Gesellschaften heute im Besitz von mehreren miteinander verwandten oder verschwägerten Familienmitgliedern, so dass grundsätzlich alle Elemente einer kollektiven Kapitalanlage vorliegen, wenn nicht alle Parteien im Verwaltungsrat vertreten sind. Eine Unterstellung unter das KAG ist m.E. jedoch nicht sachgerecht. Hier müssen die für den Investmentclub aufgestellten Grundsätze analog zur Anwendung kommen. Wünschenswert wäre es allerdings, wenn die Familiengesellschaften in der Praxis als eigenständige Ausnahme anerkannt würden, ohne dass die für den Investmentclub aufgestellten statutarischen Anpassungen notwendig sind.

---

<sup>41</sup> HASENBÖHLER (FN 17), N 130.

<sup>42</sup> Vgl. etwa BGE 107 Ib 358.

<sup>43</sup> ERLÄUTERUNGSBERICHT (FN 1), 129; BOTSCHAFT (FN 4), 6437.

<sup>44</sup> MÜLLER (FN 2), 118.

#### d) Fazit

Der Grundtypus der Immobiliengesellschaft als einer Gesellschaft, welche den Anlegern die Investition in Immobilien ermöglicht, wird richtigerweise dem KAG unterstellt.

In Bezug auf die Abgrenzung zur operativen Gesellschaft ist aber namentlich zu prüfen, inwieweit Gesellschaften, welche für ihr eigenen Kapitalanlagen über die bloße Verwaltung hinausgehende Eigenleistungen erbringen, noch vom KAG erfasst sein sollen, zumal die Unterstellung unter das KAG zur Einstellung dieser Tätigkeiten führen würde. Dies gilt namentlich für Immobiliengesellschaften, welche auch eigene Bauabteilungen aufweisen.

Der Holdingbegriff ist sodann von Sonderformen der kollektiven Kapitalanlagen, wie etwa Feeder Funds, abzugrenzen. Entsprechend ist die Immobilienholding nicht ohne weiteres vom Geltungsbereich des KAG auszunehmen.

Letztlich ist zu postulieren, dass die für die Investmentclubs geschaffenen Befreiungsvoraussetzungen bezüglich der Fremdverwaltung analog auch auf Familiengesellschaften angewandt werden, wobei diesbezüglich nicht nur die statutarischen Vorschriften, sondern namentlich auch vertragliche Abmachungen zwischen den Aktionären zu berücksichtigen sind.

## V. Schlussbemerkungen

Das KAG ist seit dem 1. Januar 2007 in Kraft. Mit der Ausweitung des Geltungsbereichs auf alle Rechtsformen hat es eine entscheidende Änderung gegenüber dem früheren AFG gebracht, welche im Einklang mit den Rechtsordnungen anderer Länder namentlich den Vorteil hat, dass ein weiter Spielraum für die Ausgestaltung von kollektiven Kapitalanlagen besteht. Gleichzeitig erhöht sich auch die Notwendigkeit einer transparenten Abgrenzung der kollektiven Kapitalanlagen von Rechtsformen mit anderer Zwecksetzung. Aus Sicht des Praktikers ist hier noch Konkretisierungsbedarf vorhanden. Es ist im Sinne der Verhinderung einer Überregulierung zu wünschen, dass diese Konkretisierung nicht lediglich in Anwendung der Legaldefinition des KAG erfolgt, sondern immer auch aus dem Blickwinkel der Notwendigkeit des Anlegerschutzes hinterfragt wird.