Vom Anlagefondsrecht zum Recht der kollektiven Kapitalanlage

Le droit des placements de capitaux collectifs reste jusqu'à présent fragmenté en Suisse. Avec une nouvelle loi fédérale sur les placements de capitaux collectifs, un cadre uniforme pour des placements de capitaux collectifs doit être créé. En qualité de loi-cadre, la loi sur les placements de capitaux doit rester concise. Pourtant cette "lean regulation" ne doit pas être une charge pesant sur la sécurité du droit et ne doit pas accorder trop de place à la réglementation restrictive à venir de la part du Conseil fédéral ou de la Commission de surveillance. En particulier, pour les sociétés d'investissement existantes, il va falloir qu'en partie la pensée préexistante et le "Grandfathering" faisant défaut aillent dans le sens des prochains travaux législatifs, lesquels feront encore couler beaucoup d'encre. Le SICAV, connu depuis longtemps comme étant basé sur un modèle de référence étranger, fera maintenant aussi, on l'espère, le saut dans le droit suisse. Des structures de pensée acquises doivent dès lors être étendues, ce qui est essentiel pour un pays comme la Suisse qui possède une petite économie politique ouverte.

La création d'une loi d'application collective concerne un certain nombre de domaines juridiques: droit de la surveillance des marchés financiers, droit des sociétés, droit boursier, droit fiscal, réglementation relative au blanchiment d'argent. En raison de cette complexité, d'autres retards dans la procédure législative ne sont pas exclus, une entrée en vigueur pour 2006 apparaissant dès lors comme étant plutôt optimiste. Par ce regard sur la capacité d'adaptation et les besoins de notre place financière, il reste à espérer que tous les participants concernés se dépêcheront.

(trad. Cédric JeanRichard)

Urs Bertschinger, Prof. Dr., Rechtsanwalt, Zürich; Extraordinarius an der Universität St. Gallen *

** AJP/PJA 2005 Seite 3 **

Inhaltsübersicht:

- I. Einführung
- II. Revision der Anlagefondsverordnung
- III. Selbstregulierung
- IV. Praxis der Aufsichtsbehörde
 - 1. Late Trading und Market Timing
 - 2. Retrozessionen und Soft Commissions
 - 3. Fonds mit nicht-traditionellen Anlagen
 - 4. Rundschreiben zur öffentlichen Werbung
- V. Hedge Funds in der Vermögensverwaltung
- VI. Entwurf zu einem Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG)
 - 1. Regulierungsziele
 - 2. Zum Begriff der kollektiven Kapitalanlage
 - 3. Unterstellungsbereich (Überblick)
 - 4. Vertragliche Anlagefonds
 - 5. Anlagegesellschaft (SICAV)
 - 6. Anlagestiftung
 - 7. Kommanditgesellschaft für kollektive Anlagen
 - 8. Investmentgesellschaften (SICAF)
- VII. Ausblick

I. Einführung

Das Schweizer Anlagefondsrecht präsentiert traditionellerweise ein "Einheitsmenu", den vertraglichen Anlagefonds. Bei den ausländischen Fonds, welche in der Schweiz zum Vertrieb zugelassen werden, sind auch die körperschaftlichen Konstrukte erfasst¹. Das regulatorische Gefälle zwischen den vertraglichen kollektiven Kapitalanlagen und den körperschaftlichen Vehikeln hat einst den Investmentgesellschaften starken Auftrieb verliehen. Sie unterstehen dem Aktienrecht und im Falle der

Kotierung dem Börsenrecht, insbesondere dem Zusatzreglement der SWX Swiss Exchange für Investmentgesellschaften. In diesem Bereich ist es alsbald zu gewissen negativen Begleiterscheinungen gekommen, insbesondere was die Entschädigungsmodelle und die teilweise dürftige Transparenz anbelangt. Dies hat das Image der Investmentgesellschaften etwas angekratzt², und stellt wohl den Ausgangspunkt für eine sich abzeichnende markante Rechtsentwicklung im Finanzmarktaufsichtsrecht dar; gemeint ist das Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen, kurz KAG. Eine Expertengruppe hat Ende 2003 einen Gesetzesentwurf vorgelegt.

Die kollektive Kapitalanlage ist ein vielfältiges Phänomen, erfasst sie im weiteren Sinne doch etwa vertragliche Anlagefonds, Investmentgesellschaften (Beteiligungsgesellschaften), Anlagestiftungen und Investmentclubs. Zwar ist die kollektive Kapitalanlage bislang kein gefestigter juristischer Begriff, doch gehören Personen- und Kapitalgesellschaften als operative Einheiten oder Holdinggesellschaften nach dem normalen Begriffsverständnis nicht dazu. Die Palette relevanter Rechtsquellen ist allemal vielfältig: Finanzmarktaufsichtsrecht, Obligationenrecht und Zivilgesetzbuch, Steuerrecht, Recht der beruflichen Vorsorge, Geldwäschereirecht.

Bereits am 1. Mai 2004 ist die *Verordnung zum revidierten Bundesgesetz über die Schweizer Nationalbank* in Kraft getreten. Sie sieht eine neue Rechtsgrundlage für die Anlagefondsstatistik vor. Erhoben werden eine ganze Reihe von Grössen, wie Vermögensbestand und Vermögensveränderung gegliedert nach den gesetzlichen Fondstypen. Adressaten für diese Erhebungen sind die Fondsleitungen schweizerischer Fonds sowie die Vertreter ausländischer Anlagefonds in der Schweiz, wobei auch das Fürstentum Liechtenstein in die Statistik einbezogen wird. Die Erhebungen erfolgen quartalsweise³. Die Anlagefondsstatistik bildet dabei Bestandteil einer umfassenden Finanzmarktstatistik.

Der Beitrag will zunächst auf einige aktuelle Fragen der kollektiven Kapitalanlagen unter geltendem Recht eingehen und sodann den KAG-Vorentwurf in seinen Grundzügen vorstellen sowie erste Bemerkungen anbringen.

II. Revision der Anlagefondsverordnung

Erhebliche Anpassungen haben sich per 1. August 2004 in der Anlagefondsverordnung (AFV) ergeben⁴. Damit haben wir, wie es Art. 43 Abs. 3 AFG verlangt, Änderungen im

**** AJP/PJA 2005 Seite 4 ****

Recht der Europäischen Union nachvollzogen⁵, soweit dies auf Verordnungsstufe möglich war. Mit anderen Rechtsentwicklungen des europäischen Rechts kann erst aufgrund des neuen Kapitalanlagegesetzes⁶ gleichgezogen werden, etwa hinsichtlich der Bewilligungspflicht für Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen⁷. Damit sind für schweizerische Vermögensverwalter zwischenzeitlich Wettbewerbsnachteile gegenüber den europäischen Konkurrenten in Kauf zu nehmen, was die zeitliche Dringlichkeit des KAG-Projektes verdeutlicht.

Unübersehbar ist, dass die Diskussion um eine angemessene *Corporate Governance* auch die Anlagefonds erfasst. Art. 12 Abs. 2 AFV ist insofern konkretisiert worden, als die Fondsleitung eine zweckmässige und angemessene Organisation gewährleistet insbesondere in den Bereichen Risk Management, „Internes Kontrollsystem (IKS) und Compliance. Daneben bleibt es bei der in diesem Absatz bereits früher geregelten Pflicht, die Kompetenzverteilung zwischen Verwaltungsrat und Geschäftsleitung in einem Organisationsreglement festzulegen. Bei der erforderlichen Eigenmittelunterlegung durch die Fondsleitung hat sich die Maximallimite von CHF 10 Mio. auf CHF 20 Mio. erhöht, und es wurden die Unterlegungssätze feiner abgestuft⁸.

Teilweise haben sich Anpassungen ergeben, die wohl lediglich formeller Natur sind, etwa die Regelung in Art. 33 Abs. 1 AFV, wonach die Effektenleihe und das Pensionsgeschäft (Repo-Geschäft) nur im Hinblick auf eine "effiziente" (vormals "ordentliche") Verwaltung des Fondsvermögens zulässig sind.

Überarbeitet wurden unter anderem auch die Risikoverteilungsvorschriften für Effektenfonds (Art. 37 AFV), und es findet sich nun eine neue Ausnahbestimmung für Indexfonds (Art. 37a AFV). Indexfonds gehörten unter altem Recht mangels angemessener Risikodiversifikation in der Regel zur Kategorie der "übrigen Fonds". Die revidierte AFV liberalisiert das Regime für Indexfonds, indem die Limite des Fondsvermögens, welche in Effekten und Geldmarktinstrumente desselben Emittenten angelegt werden dürfen, von 10% auf 20% des Fondsvermögens erhöht wird, wenn das Fondsreglement die Nachbildung eines von der Aufsichtsbehörde anerkannten Indexes für Beteiligungs- oder Forderungsrechte vorsieht⁹, der Index hinreichend diversifiziert ist und für den Markt, auf den er sich bezieht, als repräsentativ gelten kann. Die maximale Anlagelimiten erhöht sich

für Indexfonds gar auf 35% des Fondsvermögens, sofern Effekten oder Geldmarktinstrumente desselben Emittenten auf geregelten Märkten stark "dominieren", wobei diese Ausnahme nur für einen einzigen Emittenten beansprucht werden kann. Damit wird der Bereich erweitert, indem Indexfonds als "Effektenfonds" gelten.

Die Anlage in Geldmarktinstrumenten ist nun separat in Art. 41 AFV geregelt. Zudem wurden besondere Informationspflichten im Prospekt festgelegt (Art. 41a AFV). In diesem Bereich findet die Anbindung des schweizerischen Rechts an die Entwicklungen des Rechts der Europäischen Union über Art. 50 Abs. 1 AFG statt.

Ergänzungen hat die Anlagefondsverordnung auch im Bereich ausländischer Anlagefonds erfahren, welche in der Schweiz zum Vertrieb zugelassen werden sollen. So verweist Art. 61 AFV nun für die den einschlägigen Richtlinien der Europäischen Union entsprechenden Anlagefonds auf den zu veröffentlichenden *vereinfachten Prospekt*. Er soll die umfangreichen Informationen des Vollprospektes in zusammengefasster und für den Durchschnittsanleger leicht verständlicher Form enthalten (Art. 77a Abs. 1 AFV). Dessen Inhalt ist in Anhang II zur Anlagefondsverordnung geregelt. Dabei fällt insbesondere die *Warnklausel* auf, wonach "die bisherige Wertentwicklung des Anlagefonds kein Indiz für die künftige Wertentwicklung ist". Vor dem Hintergrund der Diskussion um die Retrozessionen sind auch die Angaben über die Kommissionen und Kosten zu Lasten der Anleger und zu Lasten des Fondsvermögens speziell zu erwähnen ¹⁰.

Gemäss der Übergangsbestimmung von Art. 87a AFV werden die bei Inkrafttreten der AFV-Änderung am 1. August 2004 bereits hängigen Reglementsänderungsgesuche nach bisherigem Recht beurteilt. Bis spätestens 31. Dezember 2005 müssen Fondsleitungen und Depotbanken gemeinsam die an die geänderten Vorschriften angepassten Fondsreglemente bestehender Effektenfonds bei der Aufsichtsbehörde zur Genehmigung einreichen. Bis zu demselben Datum müssen Fondsleitungen bestehender Effektenfonds die an die geänderten Vorschriften angepassten Prospekte sowie erstmals vereinfachte Prospekte veröffentlichen und diese innert der gleichen Frist bei der Aufsichtsbehörde einreichen. Die Aufsichtsbehörde entscheidet,

**** AJP/PJA 2005 Seite 5 ****

wann die Fondsleitungen neuer Effektenfonds erstmals einen vereinfachten Prospekt einreichen müssen. Ebenfalls bis 31. Dezember 2005 müssen die Fondsleitungen die neuen Eigenmittelanforderungen gemäss Art. 16 Abs. 1 AFV einhalten.

III. Selbstregulierung

Enorm an Bedeutung gewonnen hat in den vergangenen Jahren die Selbstregulierung. Sie wird vom Schweizerischen Anlagefondsverband (Swiss Funds Association bzw. SFA) geschaffen und bezweckt insgesamt die Wahrung der Integrität des Fondsstandortes Schweiz. Das Basisdokument bilden die "Verhaltensregeln für die schweizerische Fondswirtschaft" aus dem Jahre 2000. Sie werden durch verschiedene Richtlinien konkretisiert: "Richtlinien für den Fondsvertrieb" von 2001, "Richtlinien für die Berechnung der Inventarwerte und die Behandlung von Bewertungsfehlern bei Wertschriftenfonds" ebenfalls von 2001 sowie die "Richtlinien zur Berechnung und Offenlegung der Total Expense Ratio (TER)" von 2003. Die TER setzt den totalen Betriebsaufwand des Fonds, also die angefallenen Kommissionen und Kosten, allerdings ohne die Brokerage Fees ¹¹, in Beziehung zum durchschnittlichen Fondsvermögen. Dabei handelt es sich um eine wichtige Kenngrösse in der Beurteilung von Anlagefonds. Die Total Expense Ratio soll deshalb inskünftig im Jahresbericht der kollektiven Kapitalanlagen offengelegt werden müssen ¹². Die Einhaltung der Standesregeln des Anlagefondsverbandes ist durch die Revisionsstellen zu prüfen ¹³. Die Selbstregulierung des Schweizerischen Anlagefondsverbandes hat das Bewusstsein für Qualitätsstandards, aber auch den Aufwand und den Beratungsbedarf in der Fondsindustrie insgesamt spürbar erhöht.

Unlängst hat der Anlagefondsverband eine neue "Richtlinie zur Berechnung und Publikation der Fondsperformance" verabschiedet. Sie datiert vom 27. Juli 2004 und ist am 1. Oktober 2004 in Kraft getreten. Als Grundlage dient Ziffer 16 der Verhaltensregeln für die schweizerische Fondswirtschaft, wonach sich Fondsleitungen und Vertreter ausländischer Fonds bei der Publikation von Performancedaten an international anerkannte Standards halten müssen. Die Richtlinie will die einheitliche Umsetzung der vorstehenden Kardinalregel gewährleisten und damit zu einer möglichst hohen Transparenz und Vergleichbarkeit der Fonds beitragen, welche im schweizerischen Markt angeboten werden. Zudem sollen die Anleger objektiv und seriös informiert werden, und es soll sich die Glaubwürdigkeit der am Markt stark beachteten Performance-Informationen erhöhen. Soweit die Richtlinie keine spezifische Regelung enthält, hat sich die Informationsgestaltung an den erwähnten Zielen der Richtlinie zu orientieren. Es besteht eine Übergangsfrist für die Anpassung der

Performancedaten bis zum 31. März 2005. Die Richtlinie ist Bestandteil des von der EBK anerkannten Mindeststandards der Selbstregulierung ¹⁴.

Ebenfalls im Kontext der Selbstregulierung ist das Projekt "Transparenz im Fondsmarkt", kurz TIF, zu erwähnen. Dabei handelt es sich um ein Kooperationsprojekt zwischen dem Anlagefondsverband und der Schweizer Börse. Es soll Transparenz über die Preise der in der Schweiz zugelassenen Anlagefonds gewährleisten ¹⁵.

Und schliesslich sei in diesem Zusammenhang auch auf die Webseite des Europäischen Dachverbandes der Fondsindustrie, der *Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement* (FEFSI, www.fefsi.org) verwiesen, wo sich für Fonds-Juristen viel Interessantes findet, etwa betreffend Standards im Fondsgeschäft.

IV. Praxis der Aufsichtsbehörde

1. Late Trading und Market Timing

Stichworte wie "Late Trading" und "Market Timing", welche in den Vereinigten Staaten für negative Schlagzeilen gesorgt und bereits zu hohen Schadenersatzzahlungen seitens der Fondsindustrie geführt haben ¹⁶, provozierten auch hierzulande kritische Fragen ¹⁷. Der Grund dieses Übels lag in der Verletzung des sog. "*Forward Pricing*". Bei diesem System werden die bis zu einem bestimmten Zeitpunkt eingegangenen Aufträge zum Erwerb und zur Rückgabe von Anlagefondsanteilen zu einem Preis abgerechnet, welcher *nach* dem Zeitpunkt der Auftragserteilung berechnet wird. Die Richtlinie des Anlagefondsverbandes für die Berechnung

**** AJP/PJA 2005 Seite 6 ****

der Inventarwerte ¹⁸ schreibt diese Berechnungsmethode seit Jahren vor. Wird gegen den Grundsatz des *Forward Pricing* verstossen und kommt stattdessen "*Historic Pricing*" zur Anwendung, so wird die Ausgabe und Rücknahme von Anteilen nach Berechnung des relevanten Inventarwertes abgewickelt. Dies ermöglicht gewissen Anlegern mittels Ausnützung von Marktinformationen nach Berechnung des relevanten Inventarwertes risikofreie Gewinne oder die Vermeidung von Verlusten auf den Anlagefondsanteilen zu Lasten der übrigen Anleger (sog. "Late Trading"). Damit ist der aus Art. 12 AFG fließende Grundsatz der Gleichbehandlung der Anleger verletzt. Das "Late Trading" ist deshalb auch in der Schweiz gesetzeswidrig.

Beim sog. "*Market Timing*" versuchen Anleger aus anderen Zeitzonen, veraltete Inventarwerte von Fonds auszunützen. Aufgrund von Zeitverschiebungen können solche Rückstände in der Bewertung ersichtlich werden, was Arbitrage- und Spekulationsmöglichkeiten gegen den betreffenden Fonds eröffnet ¹⁹. Beim *Market Timing* erfolgt im Unterschied zum *Late Trading* keine bewusste Bevorzugung einzelner Anleger. Die Vorteile liegen vielmehr in einem zu langsamen *Forward Pricing*, was die gehörige Sorgfalt der Fondsleitungsorgane in Frage stellen kann. Damit wird die Verwandtschaft des *Market Timing* mit dem *Late Trading* sichtbar. Neben einem konsequenten *Forward Pricing* können sich deshalb Massnahmen gegen kurzfristige Zu- und Abflüsse in und aus dem Fondsvermögen aufdrängen. Konkret fällt eine Rücknahmekommission bei kurzer Haltefrist in Betracht ²⁰.

Auch in dieser Beziehung sind die Prüfungsgesellschaften gefordert, gemäss Art. 68 Abs. 2 lit. d AFV-EBK die Einhaltung der Richtlinien des Anlagefondsverbandes, im vorliegenden Zusammenhang insbesondere des "*Forward Pricing*", zu kontrollieren.

2. Retrozessionen und Soft Commissions

Nachdem die EBK durch die Presse und verschiedene Revisionsstellen darauf aufmerksam gemacht wurde, dass Publikumsfonds teilweise aus der Verwaltungskommission Rückvergütungen an Grossanleger entrichten, hat sie an die Fondsleitungen, Depotbanken und Vertreter ausländischer Anlagefonds in der Schweiz mit Datum vom 6. Oktober 2003 einen "Hirtenbrief" verschickt ²¹. Damit nimmt die Bankenkommission zu den Bestandespflegekommissionen wie folgt Stellung: Die Bezahlung derartiger Retrozessionen aus der *Ausgabe- und/oder Rücknahmekommission an Vertriebsträger jeder Art* ist nach Auffassung der Bankenkommission unter dem Gesichtspunkt des Gleichbehandlungsgrundsatzes nicht problematisch. Dasselbe gelte für die Erhebung differenzierter Ausgabe- und/oder Rücknahmekommissionen zu Lasten einzelner Anleger bzw. Anlegergruppen ohne Vertriebsträgerstatus, sofern diese nach objektiven Kriterien gestaffelt und im Fondsreglement abgestützt sind ²².

Gemäss dem erwähnten Schreiben der Bankenkommission ist die Bezahlung von Retrozessionen aus der *Verwaltungskommission ("Management Fee")*²³ an Vertriebsträger nur unter der Voraussetzung

zulässig, dass im Fondsreglement Vergütungen aus der Management Fee nicht nur für die Leitung und Verwaltung, sondern auch für den Vertrieb des betreffenden Anlagefonds vorgesehen sind. Als unzulässig erachtet die Bankenkommission hingegen, wenn einzelne Grossanleger oder Anlegergruppen ohne Vertriebsträgerstatus durch Einzelvereinbarungen (Retro-Vereinbarungen) bevorzugt behandelt werden. Dabei wird auf das aus Art. 12 AFG fließende Gleichbehandlungsgebot sowie die Verhaltensregeln für die schweizerische Fondswirtschaft verwiesen²⁴. Speziell erwähnt wird die Gefahr der Abhängigkeit von einzelnen Grossanlegern, was im "worst case" sogar zu Praktiken führen könne, wie sie in den USA aufgedeckt worden seien. Für die Abdeckungen besonderer Bedürfnisse institutioneller Anleger biete das Fondsrecht genügend andere Lösungsmöglichkeiten, wie spezifische Anteilsklassen oder Spezialfonds für institutionelle Anleger.

Sofern die Administration der Retrozessionen an die Depotbank delegiert ist, muss gemäss Bankenkommission durch entsprechende Massnahmen sicher gestellt werden, dass die Depotbank die oben erwähnten Grundsätze ebenfalls einhält. Die Bankenkommission verpflichtet die Revisionsstellen zur Einhalteprüfung. Und schliesslich holte die Bankenkommission im "Hirtenbrief" zum internationalen Schlag aus. Obwohl ihr bewusst sei, dass die anlagefondsgesetzliche Treuepflicht nur für schweizerische Fondsleitungen und Depotbanken gelte, stelle sie dieses Schreiben bewusst auch den Vertretern ausländischer Anlagefonds zur Kenntnisnahme zu, da die vorliegende Problematik auch die Sorgfalts- und Treuepflicht im Fondsvertrieb gemäss den Verhaltensregeln für die schweizerische Fondswirtschaft beschlage. Da diese Verhaltensregeln durch die Vertreter ausländischer Anlagefonds sinngemäss einzuhalten

**** AJP/PJA 2005 Seite 7 ****

seien²⁵, bedeute dies, dass Vertreter ständig darüber zu wachen haben, dass sie nicht zu Transaktionen handbieten, welche den erwähnten Grundsätzen zuwiderlaufen.

In einem Schreiben vom 17. Dezember 2003 hat der Schweizerische Anlagefondsverband verlauten lassen, dass er die Auffassung der Bankenkommission teilt, wonach grundsätzlich keine Retrozessionen aus dem Fondsvermögen an Anleger erfolgen dürfen. Darin liege eine Verletzung des Gleichbehandlungsprinzips und die Intransparenz stelle die Integrität der Fondsindustrie in Frage. Allerdings wurde auch ein *Grundlagenpapier* in Aussicht gestellt, das die mit den Bestandespflegekommissionen verbundenen Fragen darlegt. Dieses Papier liegt offenbar derzeit bei der Bankenkommission, bevor es einem weiteren Kreis von Interessierten zugänglich gemacht werden soll.

Nach dem Gesagten sind Retro-Vereinbarungen mit Anlegern entweder aufzulösen bzw. hätten bereits aufgelöst werden sollen, oder es ist nun verzugslos und zeitnah an einer Sonderregelung für einzelne Anlegerklassen im Sinne obiger Ausführungen zu arbeiten. Untätiges Zuwarten ist derzeit also nicht mehr angesagt. Im Zusammenhang mit der Vollständigkeitserklärung gegenüber einer Revisionsstelle betreffend anlagefondsrechtlich relevanter Sachverhalte ist auf bestehende Retrovereinbarungen hinzuweisen, insbesondere wenn eine Bestätigung erfolgt, dass "keine Informationen vorenthalten wurden, welche für die Beurteilung der Vertriebstätigkeit notwendig sind".

"*Soft Commissions*" sind bislang durch die Bankenkommission nicht thematisiert. Dabei handelt es sich um bestimmte Vorteile, wie den privilegierten Zugang zu Informationen ("Investment Research") für Grossanleger. Als "soft" werden diese Kommissionen deshalb bezeichnet, weil sie eine Leistung an Kunden betreffen, deren Preis nicht separat ausgewiesen ist²⁶. Die "Soft Commission" ist also Teil der "Hard Commission", welche dem effektiven Entgelt für eine Leistung entspricht, etwa für die Ausgabe eines Anlagefondsanteiles an den Anleger oder die Ausführung eines Kaufauftrages der Fondsleitung an einen Broker²⁷. Soft Commissions sind zwischen Anleger und Fondsleitung sowie zwischen Fondsleitung und Dritten denkbar. Wirtschaftlich sind sie mit den Retrozessionen verwandt, weil ebenfalls eine Art "kick-back" erfolgt, wenn auch nicht in Form von Geld, sondern in Form eines anderweitigen Vorteils. An sich erscheint auch dieser Bereich nicht als unproblematisch, wenngleich einzelnen Anlegern nicht notwendigerweise ein Vermögensvorteil erwächst. Ausländische Aufsichtsbehörden sind dieses Thema teilweise offensiv angegangen²⁸. Dabei wird insbesondere die mangelnde Transparenz beklagt, welche es Kunden schwierig macht, "to tell if the manager is acting in their best interests or obtaining sufficient value for money on their behalf."²⁹ Die englische Financial Services Authority (FSA) erachtet Änderungen in dreierlei Hinsicht für notwendig, und zwar bezüglich: (i) "the range of goods and services that fund managers can buy with their clients' funds through commission should be limited to execution and research"; (ii) "fund management clients should be given, through enhanced disclosure, clear information about the respective costs of execution and research paid for on their behalf by their manager, and the overall expenditure on these services"; und (iii) "fund managers should be encouraged to seek, and brokers to provide, clear payment and pricing mechanisms that enable individual services to be purchased separately. We

believe that the existence of such mechanisms will facilitate better decision-making" ³⁰. "Soft Commission Arrangements" implizieren oftmals ein gewisses Trading-Volumen, um in den Genuss bestimmter Gegenleistungen des Brokers zu kommen, was nicht notwendigerweise im Interesse des Fonds liegt, indem es zu exzessivem Trading führen kann ³¹. Die FSA will Ende 2004 beurteilen, ob die Industrie für ausreichende Anpassungen sorgt. Ziel ist das sog. "Unbundling" von Dienstleistungen des Brokers, das zu einem separaten Pricing für die einzelnen Leistungen führen soll. Ansonsten behält sich die FSA vor, den im Consultation Paper 176 vom April 2003 vorgeschlagenen "Rebate Proposal" weiter zu verfolgen. Danach hätte der Fondsmanager wie folgt zu verfahren: "We (FSA) propose that where a fund manager buys any other services additional to trade execution with his customers' commission, he should determine the cost of those services and rebate an equivalent to his customers' funds. This would not prevent these services from being provided, as now, together with trade execution, and being priced into the rate or amount of broker commission charged to the fund. But the fund manager would be required to determine the pro-rata cost to his customers' funds of the additional services and to repay to them an equivalent amount" ³². Mit diesem radikalen Vorschlag will die FSA Druck ausüben, um das "Unbundling" von Dienstleistungen und damit eine höhere Transparenz über die dem Fondsvermögen belasteten Kosten sicherzustellen. Es bleibt abzuwarten, ob Soft Commissions vor diesem Hintergrund dereinst auch in der Schweiz zum Thema werden.

**** AJP/PJA 2005 Seite 8 ****

3. Fonds mit nicht-traditionellen Anlagen

Bei gewissen aktuellen Anlagethemen, wie Venture Capital, Private Equity und Distressed Investments, also bei Investitionen in Unternehmen mit Restrukturierungspotential, ist die Bereitstellung der erforderlichen Liquidität für die kurzfristige Rückgabe von Anlagefondsanteilen ein spezielles Problem. Zwar sieht Art. 25 Abs. 1 AFV vor, dass das Fondsreglement bei Fonds in Anlagen mit beschränkter Marktgängigkeit oder erschwelter Bewertbarkeit die Kündigung nur auf bestimmte Termine, jedoch mindestens viermal im Jahr, zulassen kann. Bei den erwähnten Anlagethemen ist aber selbst dies ein oftmals zu hoher Rückgaberrhythmus. Allerdings ermöglicht Art. 25 Abs. 2 AFV, dass die Aufsichtsbehörde in begründeten Einzelfällen andere Kündigungstermine vorschreiben kann, doch macht die Bankenkommission von dieser Ausnahmebestimmung soweit ersichtlich keinen Gebrauch ³³. Erwähnenswert ist auch, dass wir im Bereich der Immobilienfonds, wo sich eine ähnliche Liquiditätsproblematik stellt, bereits eine zwölfmonatige Kündigungsfrist auf das Ende eines Rechnungsjahres kennen ³⁴. Wichtig ist zudem die Erkenntnis, dass längere Haltefristen nicht nur unter dem Blickwinkel des ausstiegswilligen Anlegers zu betrachten sind, sondern auch unter dem Blickwinkel der übrigen Anleger, die eine längere Haltefrist in Kauf nehmen. Unter dem Gesichtspunkt der Gleichbehandlung der Anleger soll es keinem Anleger möglich sein, mit einem schnellen Ein- und Ausstieg die im Fonds vorhandene Liquidität abzuschöpfen und damit einen "quick win" zum Nachteil der übrigen Anleger zu erzielen. Obwohl der Expertenbericht zum Entwurf für ein Kollektivanlagegesetz festhält, dass unter geltendem Recht Private Equity Fonds in der Schweiz nicht zugelassen werden können ³⁵, so erscheint dies nach dem Gesagten zwar als Praxis der Bankenkommission, wobei die Aufsichtsbehörde eben leider den an sich unter geltendem Recht zulässigen Spielraum nicht ausschöpft. Für die Zukunft soll sich dies ändern, sieht der KAG-Vorentwurf doch eine grosszügig bemessene Frist von fünf Jahren für den Ausschluss der Rücknahme von Anlagefondsanteilen vor ³⁶.

4. Rundschreiben zur öffentlichen Werbung

Am 1. Juli 2003 ist das lang erwartete Rundschreiben der Bankenkommission zur "Öffentlichen Werbung im Sinne der Anlagefondsgesetzgebung" in Kraft getreten ³⁷. Die öffentliche Werbung ist ein Schlüsselbegriff des Anlagefondsrechts, stellt er doch einerseits ein Begriffselement des Anlagefonds dar, der einem Vermögen entspricht, das aufgrund öffentlicher Werbung von den Anlegern zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage aufgebracht wird (Art. 2 Abs. 1 AFG) ³⁸. Und andererseits löst die öffentliche Werbung nach der Vorschrift des Gesetzes eine Bewilligungspflicht für ausländische Anlagefonds und die Aufnahme der Tätigkeit als Vertriebssträger aus ³⁹. Konkretisierungen haben sich aufgedrängt, da das Anlagefondsgesetz selbst zu allgemein festhält, dass als "öffentlich" ohne Rücksicht auf die Form jede Werbung gilt, die sich nicht bloss an einen eng umschriebenen Kreis von Personen richtet (Art. 2 Abs. 2 AFG).

Als Werbung im Sinne des Rundschreibens gilt, allgemein ausgedrückt, die Verwendung von Werbemitteln jeder Art, welche dazu dienen, direkt oder indirekt Anlagefonds anzubieten oder zu vertreiben. Das Rundschreiben enthält eine nicht abschliessende Aufzählung der erfassten Werbemittel ⁴⁰. Keine Werbung liegt vor, wenn ein Kunde einen Zeichnungsauftrag für Fondsanteile aus eigener Initiative erteilt oder von sich aus Informationen über Fonds verlangt ⁴¹. Die Praxis möchte diesen

Grundsatz auf eine Empfehlung an den Fondskunden anwenden, dem Finanzintermediär einen Auftrag zur fortlaufenden Information über neue Fondsprodukte zu erteilen. Damit soll die Initiative für den Informationstransfer dem Kunden zugerechnet werden, wozu es, soweit ersichtlich, aber keine Verlautbarung der EBK gibt. Dass der bestehende Kundenkreis eines Unternehmens nicht von vornherein als eng umschriebener Personenkreis gilt, drückt das Anlagefondsgesetz explizit aus ⁴².

Gestützt auf die vorgängige Praxis hat die Bankenkommission diejenigen Fälle festgeschrieben, welche keine öffentliche Werbung darstellen. Einerseits besteht ein *quantitatives Element*, wonach keine öffentliche Werbung vorliegt, wenn sie sich während eines Geschäftsjahres nicht an mehr als 20 Personen richtet. Gemäss Rundschreiben ist nicht entscheidend, ob diese Personen gleichzeitig oder gestaffelt angesprochen werden oder ob die Werbung Erfolg hatte ⁴³. Der Vermittler tut deshalb gut daran, die Übermittlung von Werbematerial im Einzelnen zu dokumentieren und den Kunden die Weiterverbreitung des Werbematerials allenfalls zu untersagen. Verblüffend ist die Praxis der EBK, wonach bei vertraglichen Fondsprodukten schweizerischen Rechts die Zwanziger-Regel nicht zur Anwendung gelangen soll. Es gilt mit anderen Worten bei schweizerischen Fondsprodukten eine Nulltoleranz; es sind vertraglich organisierte, fremdverwaltete Kollektivanlagevermögen

**** AJP/PJA 2005 Seite 9 ****

ausserhalb des Geltungsbereichs des AFG somit nicht mehr zulässig, gleichgültig, ob öffentliche Werbung betrieben wird oder nicht ⁴⁴. Diese Praxis der EBK ist mit Blick auf den oben dargelegten Gesetzeswortlaut (Art. 2 Abs. 1 AFG) eigentlich zu restriktiv. Dass Sondervermögen von Nichtbanken gemäss Art. 75 Abs. 5 lit. b AFG aufzuheben waren, ändert daran nichts, denn es ist aufgrund des Elementes der öffentlichen Werbung für schweizerische Fondsprodukte - gleich wie für ausländische Anlagefonds - allemal ein De-minimis-Bereich denkbar, der kleine Verhältnisse gegenüber den wirtschaftlich bedeutsameren Sondervermögen von Nichtbanken abgrenzt. Jedenfalls ist die Argumentation der EBK nicht stichhaltig, wonach sich das Element der öffentlichen Werbung bei Anlagefonds schweizerischen Rechts als "faktisch bedeutungslos" erweise, "denn mit Inkrafttreten des geltenden Anlagefondsgesetzes wurde vorgeschrieben, dass Anlagefonds zwingend durch eine Fondsleitung verwaltet werden müssen, wozu es immer einer Bewilligung bedarf, und zwar unabhängig davon, ob für die betreffenden Anlagefonds öffentlich geworben werden soll" ⁴⁵. Diese Argumentation der EBK orientiert sich augenscheinlich nicht am geltenden dualen Bewilligungskonzept, sondern vermischt die Fondsleitungsbewilligung und die Bewilligung für das Fondsprodukt, bzw. lässt letztere in ersterer aufgehen. Weiterhin zulässig sein müssen allerdings selbst unter dieser Praxis vertraglich organisierte, *nicht* fremdverwaltete Kollektivvermögen. Dies ist aus Art. 1 AFV zu schliessen, wonach die Fondsleitung einen Anlagefonds verwaltet, wenn sie selbständig über die Anlagen entscheiden kann. Werden den Anlegern hingegen genügend Mitbestimmungsrechte bei der Formulierung und Umsetzung der Anlagepolitik eingeräumt und haben sie gar Einfluss auf die Bestellungen und Abberufung des Vermögensverwalters, so liegt nicht Fremdverwaltung, sondern Selbstverwaltung durch die Anleger vor, weshalb sich eine Unterstellung unter das Anlagefondsgesetz nicht rechtfertigt. Dieser Gedanke hat für anlagefondsähnliche ausländische Sondervermögen in Art. 2 Abs. 3 AFV Ausdruck gefunden, wonach derartige Sondervermögen dem Anlagefondsgesetz nur unterstehen, wenn die Rechtsbeziehungen zwischen den Anlegern und dem Sondervermögen überwiegend vertraglicher Natur und die Anleger nicht in der Lage sind, ihre Vermögensinteressen selber wahrzunehmen ⁴⁶.

Gemäss EBK-Rundschreiben ebenfalls nicht als öffentliche Werbung gilt der Informationstransfer bezüglich Fondsprodukten, wenn zwischen dem Werbenden und dem Kunden eine *qualifizierte Beziehung* vorliegt. Die Beziehung zu einem institutionellen Anleger mit professioneller Tresorerie galt seit längerem als in diesem Sinne qualifiziert ⁴⁷, soweit die Ansprache dieser Kunden nur unter Einsatz der für dieses Geschäft üblichen Werbemittel, wie persönliche Kontaktnahme oder "Road Shows" im geschlossenen Personenkreis, erfolgt ⁴⁸. Gemäss Rundschreiben ist das Erfordernis der professionellen Tresorerie erfüllt, wenn der institutionelle Anleger mindestens eine fachlich ausgewiesene, im Finanzbereich erfahrene Person damit betraut, seine Finanzmittel dauernd zu bewirtschaften ⁴⁹.

Im Unterschied zum Vernehmlassungsentwurf des Rundschreibens vom 5. November 2002 sind diejenigen Fälle, in denen keine öffentliche Werbung vorliegt, nicht mehr abschliessend aufgezählt, was das geltende Rundschreiben zwar nicht klar zum Ausdruck bringt, aber der Praxis entspricht ⁵⁰. Vor diesem Hintergrund liegt etwa für den Fondsvertrieb im Rahmen von Mitarbeiterprogrammen eine Ausnahme von der Bewilligungspflicht im Bereich des Möglichen ⁵¹.

Keine öffentliche Werbung liegt vor, wenn Anlagefondsanteile im Rahmen der *Vermögensverwaltung* eingesetzt werden, sofern zwischen dem Kunden und dem Vermögensverwalter ein schriftlicher, entgeltlicher Vermögensverwaltungsvertrag besteht, der den Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung für Vermögensverwaltungsaufträge oder gleichwertigen Standards entspricht ⁵²

und gestützt auf den für Rechnung des Kunden Zeichnungsaufträge für Fondsanteile erteilt werden⁵³. Sofern mit anderen Worten also Anlagefondsanteile in Umsetzung der mit dem Vermögensverwaltungskunden vereinbarten Anlagestrategie

**** AJP/PJA 2005 Seite 10 ****

erworben werden, bedarf der betreffende Fonds keiner Vertriebsbewilligung. "Verwaltete Fondskonti" können hingegen indirekten Vertrieb darstellen, wenn sie in ihren ökonomischen Wirkungen dem öffentlichen Anbieten eines Fund of Funds oder eines Anlagestrategiefonds entsprechen⁵⁴. Festzuhalten ist auch, dass eine Ausnahme von der Bewilligungspflicht gemäss EBK-Rundschreiben nicht ein Recht zum Untervertrieb bzw. Weitervertrieb beinhaltet. Es müssen die Käufer mit anderen Worten "final subscribers" sein, was auch bei institutionellen Anlegern zutrifft, es sei denn, auch ihr Käufer unterliege selbst einer Ausnahme gemäss EBK-Rundschreiben, weil er etwa mit dem Verkäufer einen Vermögensverwaltungsauftrag abgeschlossen hat.

Mit einem "Zwitteratbestand" für fondsgestützte Vermögensberatung wollte die Bankenkommission Forderungen der Praxis nach weiteren Erleichterungen nachkommen. Gemäss Entwurf des Rundschreibens hätte keine öffentliche Werbung vorgelegen, sofern (i) zwischen dem bestehenden Kunden und dem Vermögensberater ein schriftlicher Beratungsvertrag ("Advisory Agreement") besteht, der ein Beratungshonorar vorsieht, (ii) das Netto-Vermögen des Kunden in Effekten gemäss Art. 2 lit. a BEHG mehr als fünf Millionen Franken beträgt und (iii) die Entwicklung des Kundenvermögens überwacht wird und dem Kunden laufend Anlagefondsvorschläge zugehen⁵⁵. Insbesondere die laufende Überwachungspflicht hätte in der Praxis eine spürbare Einschränkung bedeutet. Da der Ausnahmetatbestand für die fondsgestützte Vermögensberatung in der Vernehmlassung offenbar auf fast einhellige Kritik gestossen ist, wurde er wieder fallen gelassen⁵⁶.

Auf grosses Interesse sind in der Praxis auch die Kautelen des EBK-Rundschreibens für den Einsatz des *Internet* in der Fondsindustrie gestossen⁵⁷. Grundsätzlich stellt der Inhalt einer Website öffentliche Werbung dar. Sofern sich auf der Website eines Vertriebsträgers in der Schweiz nicht zum Vertrieb zugelassene Fonds finden, bedarf es deshalb einer Zugangsbeschränkung oder eines "Disclaimer", deren Ausgestaltung im Rundschreiben näher dargelegt werden⁵⁸. Bezüglich der Frage, ob Anleger in der Schweiz durch den Inhalt der Website angesprochen werden, wird auf den Gesamteindruck abgestellt, wobei etwa Schweizer Kontaktadressen oder die Publikation von Ausgabe- und Rücknahmepreisen in Schweizer Franken berücksichtigt werden. Beruhigend ist der Satz, dass sich die Fondsanbieter bei der Feststellung des Sitzes bzw. Wohnsitzes im Rahmen von Zulassungsbeschränkungen auf die Angaben der Besucher verlassen dürfen⁵⁹.

V. Hedge Funds in der Vermögensverwaltung

Für Hedge Funds ist bislang keine konzise Definition gefunden⁶⁰. Klar ist, dass es nicht *den* Hedge Fund gibt. Da der Einsatz von Derivaten, Leerverkäufen und Fremdfinanzierungen ("Leverage Effect") für Hedge Funds typisch ist, werden sie tendenziell mit einem beträchtlichen Risiko assoziiert. Falls ein Hedge Fund eine andere Risikokorrelation aufweist als der übrige Teil des Portefeuilles, kann sich durch den Einsatz von Hedge Funds die Risikodiversifikation im Gesamtportefeuille allerdings verbessern. Entsprechend kommt dieses Anlageinstrument auch in der allgemeinen Vermögensverwaltung vermehrt zum Einsatz. Die Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge der Schweizerischen Bankiervereinigung sind denn auch entsprechend angepasst worden. Eine erste Revision vom Juli 2000 erklärte nicht-traditionelle Anlagen in Form von Hedge Funds unter einem allgemeinen Vermögensverwaltungsauftrag für zulässig, sofern sie zur Diversifikation des Gesamtportfolios eingesetzt werden, nach dem Fund of Funds-Prinzip strukturiert sind oder sonst für eine gleichwertige Diversifikation Gewähr bieten (Multimanager-Prinzip). Zudem wurde die leichte Handelbarkeit verlangt. Unter diesen Voraussetzungen entsprachen Hedge Funds dannzumal einem banküblichen Anlageinstrument im Sinne der Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung.

Als bald ist es unter den revidierten Vermögensverwaltungsrichtlinien zu Auslegungsfragen beim Einsatz bankeigener Funds of Funds gekommen. Art. 10 Abs. 2 der Richtlinien aus dem Jahre 2000 schreibt Folgendes vor: *Anlagen in Instrumenten, die von durch die Bank direkt oder indirekt kontrollierten oder errichteten Gesellschaften ausgegeben werden, sind nur insofern gestattet, als es sich um übliche Publikumsinstrumente handelt. Sofern ein Hedge Fund etwa nur für die eigene Kundschaft einer Bank offen steht, handelt es sich zumindest nicht von vornherein um ein Publikumsinstrument. Aus diesem Grund wurden die Richtlinien erneut revidiert und traten in der heute gültigen Fassung am 1. November 2003 in Kraft. Nun werden kollektive Anlageinstrumente und Investmentgesellschaften von der oben erwähnten Einschränkung des Art. 10 Abs. 2 der Richtlinien ausgenommen⁶¹. Der Kommentar zu Ziffer 12 der Vermögensverwaltungsrichtlinien, welcher den Einsatz nicht-traditioneller Anlagen regelt, erklärt Art. 10 Abs. 2 der Richtlinien ebenfalls für nicht*

anwendbar. Gleichzeitig wurde der Begriff der nicht-traditionellen Anlagen ausgeweitet, sodass er nun neben Hedge Funds auch Investitionen in Private Equity und Immobilien erfasst. Diese Anlagen müssen gemäss dem Kommentar zu Ziffer 12 nicht notwendigerweise auf bankübliche und leicht handelbare Instrumente beschränkt sein. Damit ist der Einbezug von Hedge

**** AJP/PJA 2005 Seite 11 ****

Fund-Produkten in der allgemeinen Vermögensverwaltung nun in breitem Masse möglich. Zweifelsohne ist gerade bei bankeigenen Hedge Funds auf hohe Standards bei der Überprüfbarkeit der Berechnung des Ausgabe- und Rücknahmepreises, etwa durch die Revisionsstelle, zu achten, zumal Transparenz einer Forderung entspricht, welche für die Hedge Funds auch von Branchenvertretern gefordert wird ⁶².

Beim Einsatz von Hedge Funds in der allgemeinen Vermögensverwaltung sollten Banken genauestens auf die Kompatibilität dieses Anlageinstrumentes mit den verwendeten Formularverträgen achten. Ist zum Beispiel mit einem Kunden eine Anlagestrategie vereinbart, welche ausschliesslich festverzinsliche Wertschriften für zulässig erklärt, kann ein Hedge Fund, welcher in Bonds investiert, nur schon deshalb problematisch sein, weil er selbst in körperschaftlicher Form errichtet ist. Ob in einem Streitfall die wirtschaftliche Betrachtungsweise, welche sich an den unterliegenden verzinslichen Investments orientiert, durchdringen würde oder die formale Betrachtungsweise, welche das Hedge Fund Investment als Equity Investment qualifiziert und damit unter der vereinbarten Anlagestrategie für unzulässig erachtet, lässt sich nicht mit Sicherheit sagen. Zudem ist mangels vollständiger Transparenz nicht auszuschliessen, dass ein grundsätzlich in Bonds investierter Hedge Fund nicht in irgendeinem Unterfonds über einen, wenn auch kleinen Aktienanteil verfügt. Dies gilt es bei der Selektion von Hedge Funds und der Formulierung von Modell-Anlagestrategien für Vermögensverwaltungskunden zu beachten.

VI. Entwurf zu einem Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG)

1. Regulierungsziele

Eine Expertenkommission hat einen Entwurf für ein neues Bundesgesetz über kollektive Kapitalanlagen vorgelegt. Es geht darum, die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Schweizer Finanzplatzes im Bereich der kollektiven Kapitalanlagen zu stärken. Leitstern des Vorentwurfes ist der Grundsatz "*same business, same rules*" ⁶³. Damit kommt eine wirtschaftliche Betrachtungsweise (substance over form) zum Ausdruck, und es wird das grundlegende Umdenken seit der letzten Revision des Anlagefondsgesetzes von 1994 augenscheinlich. Damals war der Botschaft des Bundesrates noch zu entnehmen: "*Für die kollektive Kapitalanlage in körperschaftlicher Form erfüllen die Gesellschaftsrechte dieselbe Funktion, weshalb sich aus Anlegerschutzgründen keine Unterstellung (unter das AFG) aufdrängt*" ⁶⁴. Im Vergleich dazu bringt die neue Tendenz ein "Down-Grading" des aktienrechtlichen Schutzkonzeptes zum Ausdruck, und es zeichnet sich eine wesentliche Erweiterung des aufsichtsrechtlich regulierten Bereiches kollektiver Kapitalanlagen ab, für die ein "level playing field" geschaffen wird. Erfasst werden soll ein weiter Bereich offener und geschlossener Formen kollektiver Kapitalanlagen, also die Anlagefonds in vertraglicher und körperschaftlicher Struktur (Anlagegesellschaft bzw. SICAV) sowie die Anlagestiftung als offene Formen ⁶⁵ und die Investmentgesellschaften und die Kommanditgesellschaften für kollektive Kapitalanlagen als geschlossene Formen ⁶⁶. Zwecks Abgrenzung zur Individualanlage soll nach dem Willen der Expertengruppe eine Mindestanzahl erforderlicher Anleger auf Verordnungsstufe festgelegt werden, wobei grundsätzlich die Zahl zwanzig zur Diskussion gestellt wird ⁶⁷. Allgemein steht eine Bewilligungspflicht für einen erweiterten Bereich kollektiver Kapitalanlagen an ⁶⁸. Es gilt zudem, Vorgaben des Rechts der Europäischen Union umzusetzen, etwa die Regulierung von Vermögensverwaltern kollektiver Kapitalanlagen ⁶⁹. Der Entwurf des Kapitalanlagegesetzes enthält gut 120 Artikel und konnte damit trotz stark erweitertem Unterstellungsbereich im Vergleich zum geltenden Anlagefondsgesetz doch recht schlank gehalten werden. Der Grund

**** AJP/PJA 2005 Seite 12 ****

liegt darin, dass die Experten ein ausgeprägtes *Rahmengesetz* konzipiert haben ⁷⁰. Im Gesetzesentwurf finden sich folglich zahlreiche Delegationen an den Bundesrat und die Eidgenössische Bankenkommision zum Erlass von Ausführungsbestimmungen, was in der Vernehmlassung teilweise kritisiert wird.

Das *Konzept des Anlegerschutzes* soll durch das neue Bundesgesetz weiterentwickelt werden. In dieser Beziehung entnimmt man dem Expertenbericht eine differenzierende Argumentation: Der geltende Zweckartikel des Anlagefondsgesetzes spreche vom Schutz *des* Anlegers ⁷¹, wobei es *den* Anleger gar

nicht gäbe. Neu sollen durch den Zweckartikel *die* Anleger geschützt werden, was eine differenzierende Betrachtungsweise nach Anlegergruppen bzw. einen "massgeschneiderten" Anlegerschutz ermögliche ⁷². Konkret bedeutet dies, dass - im Unterschied zum geltenden Recht - für den Vertrieb an vermögende Privatpersonen ("High Networth Individuals") Ausnahmen von den gesetzlichen Regelungen gewährt werden können. Bislang hatte sich die Praxis stets gegen eine Gleichstellung institutioneller Anleger und vermögender Privatpersonen gewehrt. Nun soll dieser Schritt vollzogen werden gestützt auf das Argument, dass sich vermögende Privatpersonen gleich wie institutionelle Anleger durch das Einholen von Rat vor dem Eingehen unüberlegter Anlagerisiken schützen können. Der "qualifizierte Anleger" soll also zum technischen Terminus werden. Mehr ist darüber noch nicht bekannt, weil nach dem Willen der Expertengruppe die Definition des qualifizierten Anlegers dem Bundesrat überlassen werden soll. Diese Regelung wird in der Vernehmlassung aber stark kritisiert, sodass mit einer Konkretisierung auf Gesetzesstufe zu rechnen ist ⁷³.

Und last but not least zeichnet sich ein mutiger Federstrich des Gesetzgebers im Bereich der *Besteuerung* ab, soll der Grundsatz "same business, same rules" doch zur Gleichstellung der körperschaftlich organisierten Formen kollektiver Kapitalanlagen mit dem vertraglichen Anlagefonds führen. Dies führt zur steuerlichen Transparenz körperschaftlicher Formen kollektiver Kapitalanlagen, welche mit anderen Worten steuerbefreit werden. Es soll also die Besteuerung auf der Stufe Gesellschaft und damit die wirtschaftliche Doppelbelastung bei der Gesellschaft und dem Aktionär entfallen.

2. Zum Begriff der kollektiven Kapitalanlage

Der Gesetzesentwurf liefert eine allgemeine Begriffsdefinition der kollektiven Kapitalanlagen. Darunter sind gemäss Art. 8 VE-KAG Vermögen zu verstehen, die zwecks gemeinschaftlicher Kapitalanlage für Rechnung einer Mehrzahl von Anlegern verwaltet werden und in gleichmässiger Weise deren Anlagebedürfnisse befriedigen. Aufgrund des Einbezuges körperschaftlicher Strukturen kollektiver Kapitalanlagen erachten die Experten das Element der Fremdverwaltung zur Abgrenzung des Unterstellungsbereiches als untauglich, da bei den körperschaftlichen Formen das Prinzip der Selbstverwaltung gelte ⁷⁴.

Als wesentliches Abgrenzungskriterium sieht die Expertengruppe schlicht das "Vermögen". Nach diesem Verständnis wird kein Vermögen im Sinne einer kollektiven Kapitalanlage geäufnet, wenn die Emittentin die einbezahlten Beträge für allgemeine Gesellschaftszwecke verwenden darf, statt sie im Sinne eines Prospektes oder eines "Termsheets" zu investieren ⁷⁵. In Abgrenzung zur Individualanlage wird gestützt auf die Rechtsprechung des Bundesgerichts die gleichmässige Befriedigung der Anlegerbedürfnisse als Charakteristikum einer kollektiven Anlage ins Feld geführt ⁷⁶.

Bedeutsamer als eine allgemeine Umschreibung der kollektiven Kapitalanlage ist die Regelung des Geltungsbereiches des neuen Kapitalanlagegesetzes, wonach unabhängig von ihrer Rechtsform offene und geschlossene kollektive Kapitalanlagen, die für Rechnung von Anlegern in der Schweiz verwaltet werden, dem Gesetz unterstehen sollen ⁷⁷. Gemäss positiver Anordnung des Gesetzesentwurfes sind insbesondere die operativen Gesellschaften und die Holdinggesellschaften nicht unterstellt. Dasselbe gilt für die Einrichtungen und Hilfseinrichtungen der beruflichen Vorsorge, soweit es sich nicht um Anlagestiftungen handelt. Ebenfalls nicht unterstellt sind Investment Clubs, sofern

**** AJP/PJA 2005 Seite 13 ****

deren Mitglieder in der Lage sind, ihre Vermögensinteressen selber wahrzunehmen ⁷⁸. Eine ähnliche Regelung kennt Art. 2 Abs. 3 AFV, wonach anlagefondsähnliche ausländische Sondervermögen dem Gesetz unterstehen, wenn die Rechtsbeziehungen zwischen den Anlegern und dem Sondervermögen, unabhängig von der rechtlichen Ausgestaltung der Beteiligung an diesem Vermögen, überwiegend vertraglicher Natur sind, und die Anleger nicht in der Lage sind, ihre Vermögensinteressen selber wahrzunehmen.

3. Unterstellungsbereich (Überblick)

Dem kollektiven Kapitalanlagegesetz sollen offene und geschlossene kollektive Kapitalanlagen unterstehen. Als offen gilt eine kollektive Kapitalanlage, wenn dem Anleger ein Rechtsanspruch auf Rückgabe seines Anteils zum Nettoinventarwert zusteht. Und entsprechend besteht bei den geschlossenen Formen kein solcher Anspruch ⁷⁹. Folglich werden neu auch verschiedene körperschaftlich organisierte Formen der kollektiven Kapitalanlage der Aufsicht der Bankenkommission unterstellt. Schematisch lässt sich der Geltungsbereich gemäss Vorentwurf für ein Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen wie folgt darstellen:

Bei den beiden Formen des Anlagefonds, den vertraglichen und den körperschaftlich strukturierten (*Société d'Investissement à Capital Variable* bzw. SICAV), wird nach den Anlagevorschriften in verschiedene Kategorien unterschieden: Effektenfonds, übrige Fonds für traditionelle Anlagen und übrige Fonds für alternative Anlagen, wobei letztere Kategorie nach heutiger Terminologie den "übrigen Fonds mit besonderem Risiko" entspricht, sowie Immobilienfonds. Ein Effektenfonds kann also neuerdings vertraglicher oder körperschaftlicher Natur sein.

Bei den körperschaftlichen Formen der kollektiven Kapitalanlagen dürfte es inskünftig zu einem Zusammenspiel zwischen Aufsichtsbehörde und dem Handelsregister kommen, wie wir es aus dem Bankbereich bereits kennen. Einträge ins Handelsregister dürfen demnach erst vorgenommen werden, nachdem sie durch die Bankenkommission genehmigt sind ⁸⁰.

Ein weiteres Gliederungselement bildet die *Qualifikation der Anleger*, denen ein Produkt angeboten werden soll. Anlagestiftung, Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen und die nicht kotierte Investmentgesellschaft sollen nur den qualifizierten Anlegern offen stehen. Kollektive Kapitalanlagen für qualifizierte Anleger kann die EBK ganz oder teilweise von den Bestimmungen des Gesetzes befreien ⁸¹. Unter geltendem Recht ist in diesem Zusammenhang an die Anlagefonds für institutionelle Anleger zu erinnern, welche gestützt auf Art. 2 Abs. 2 AFV von Erleichterungen profitieren.

Es wird grundsätzlich am *dualen Bewilligungskonzept* festgehalten; es bedürfen also wie bis anhin die Bewilligungsträger *und* die Produkte einer Bewilligung. Bei den Produkten für qualifizierte Anleger wäre allerdings eine blosser Notifikationspflicht zu erwägen, was seitens der Aufsichtsbehörde zu Entlastungen führen und die "Time to Market" für neue Anlageprodukte verkürzen könnte. Keiner Bewilligung bedürfen wie bis anhin die *bankinternen Sondervermögen*. Sie sind nach dem Gesetzesentwurf nur in vertraglicher Form zulässig ⁸²; die bankinterne SICAV soll also nicht möglich sein.

4. Vertragliche Anlagefonds

Keine wesentlichen Änderungen ergeben sich bei den vertraglichen Anlagefonds. Die Fondsleitung stellt das Fondsreglement auf und unterbreitet dieses mit Zustimmung der Depotbank der Aufsichtsbehörde zur Bewilligung. Die Anleger werden weiterhin gestützt auf einen Kollektivanlagevertrag am Vermögen beteiligt ⁸³. Bemerkenswert ist die Ausweitung der zulässigen Aufgaben der Fondsleitung, soll doch neu auch die individuelle Vermögensverwaltung und die Anlageberatung zulässig sein. Nach geltendem

**** AJP/PJA 2005 Seite 14 ****

Recht ist die Fondsleitung auf die Ausübung des Fondsgeschäfts beschränkt ⁸⁴, wobei die Anlagefondsverordnung unter anderem die Führung von Anteilskonten sowie administrative Dienstleistungen im Bereich der kollektiven Anlagen zulässt ⁸⁵. Unter dem Gesetzesentwurf lassen sich Fondsleitungen als umfassende Kompetenzzentren für die Vermögensverwaltung etablieren. Insbesondere aufgrund der Ausdehnung der zulässigen Dienstleistungen von Fondsleitungen auf die individuelle Vermögensverwaltung dürfte die im Gesetzesentwurf vorgesehene Zusammenarbeit mit ausländischen Aufsichtsbehörden ⁸⁶ brisanter werden. Vornehmlich im Zusammenhang mit individueller Vermögensverwaltung durch eine Fondsleitung ist das neuerdings strafrechtlich mit Gefängnis oder Busse bis 500 000 Franken bewehrte *Kundengeheimnis* zu sehen, das von Organen, Angestellten, Beauftragten oder Liquidatoren einer Fondsleitung zu wahren ist.

Effektenfonds, zu denen, wie erwähnt, auch die körperschaftlichen offenen Formen bzw. die Anlagegesellschaften gehören ⁸⁷, soll es fortan nicht mehr möglich sein, Anlageentscheide an die Depotbank oder an andere Unternehmen, deren Interessen mit denen der Fondsleitung oder der Anleger kollidieren können, zu delegieren. Eine Ausnahme könnte durch die Aufsichtsbehörde nur gewährt werden, wenn die Effektenfonds nicht in der Europäischen Union vertrieben werden ⁸⁸. Unter geltendem Recht ist die Delegation der Anlageentscheide an die Depotbank zulässig ⁸⁹, sodass dieser Regulierungsvorschlag bei interessierten Kreisen verständlicherweise auf Kritik gestossen ist. Die Schweizerische Bankiervereinigung hat die vorbehaltlose Streichung der erwähnten Vorschrift verlangt, weil es mit Blick auf das schweizerische Universalbankensystem notwendig sei "de replacer cette question dans le contexte helvétique" ⁹⁰. Die Expertenkommission hält die erwähnte Regelung für unumgänglich, wenn Schweizer Fonds nicht den Status als "EU-kompatible-Fonds" verlieren wollen ⁹¹. Die sog. EU-Dienstleistungsrichtlinie ⁹² hält in Art. 5g Abs. 1 lit. e fest, dass "der Verwahrstelle oder anderen Unternehmen, deren Interessen mit denen der Verwaltungsgesellschaft ⁹³ oder der Anteilinhaber kollidieren können, kein Auftrag für die Hauptdienstleistung der Anlageverwaltung erteilt werden (darf)". Da der Depotbank Kontrollfunktionen hinsichtlich der Übereinstimmung der Anlageentscheide mit Gesetz und Fondsreglement zukommen ⁹⁴, könnten Anlageentscheide der

Depotbank zu einer (an sich verpönten) Selbstprüfung führen. Allerdings kann diesem Problem in Universalbanken durch organisatorische Massnahmen ("Chinese Walls") weitgehend entgegengewirkt werden. Die erwähnte Anordnung in der EU-Dienstleistungsrichtlinie scheint einem derartigen organisatorischen Ansatz zumindest nicht a priori entgegenzustehen, sofern man den Relativsatz "deren Interessen mit denen der Verwaltungsgesellschaft oder der Anteilhaber kollidieren können" auf die "Verwahrstelle" und die "anderen Unternehmen" bezieht. Es gilt deshalb im Zuge der weiteren gesetzgeberischen Arbeiten, die Umsetzung der geänderten EU-Richtlinie durch die Mitgliedstaaten zu verfolgen, um ein unnötiges Überschreiten der schweizerischen Gesetzgebung zu verhindern. Jedenfalls hat eine Bestandesaufnahme der EU-Kommission vom März 2004 ein uneinheitliches Bild ergeben, obwohl die Mitgliedstaaten verpflichtet waren, bis zum August 2003 die erforderlichen Rechtsvorschriften zu erlassen, um der Dienstleistungsrichtlinie nachzukommen und diese Vorschriften bereits ab dem 13. Februar 2004 anzuwenden sind⁹⁵. Alternativ schlägt die Bankiervereinigung folgende gesetzliche Regelung vor⁹⁶: "Les décisions de placement peuvent être déléguées à la banque dépositaire et à des gestionnaires de fortune, pour peu que ces derniers soient soumis à une surveillance reconnue. S'agissant de la délégation à d'autres gestionnaires de fortune, l'autorité de surveillance peut autoriser des exceptions dans des cas fondés. D'éventuelles relations de dépendance ou conflits d'intérêt doivent en tous les cas être signalés dans les documents énumérés à l'article 25" (Fondsreglement etc.).

5. Anlagegesellschaft (SICAV)

Die Anlagegesellschaft gemäss KAG-Vorentwurf ist eine offene Form der kollektiven Kapitalanlage in der Form einer spezialgesetzlichen Aktiengesellschaft⁹⁷. Das variable Kapital bedarf der entsprechenden Kennzeichnung in der Firma. Teilweise wird kritisiert, dass mit der Anlagegesellschaft der Numerus Clausus im Gesellschaftsrecht gesprengt werde. Zweifelsohne zwingen uns Entwicklungen der Finanzmärkte zu einem gewissen Umdenken, und zwar sowohl aus Sicht des Anlegerschutzes, insbesondere betreffend die Möglichkeit der Rückgabe von Anteilen, als auch aus Sicht der

**** AJP/PJA 2005 Seite 15 ****

Finanzintermediäre, welche von der erweiterten Palette an Anlageprodukten profitieren dürften. Speziell ist bei der Anlagegesellschaft gemäss KAG-Vorentwurf, dass nur die Gründeranteile über einen Nennwert verfügen, wogegen die Anteile der Anleger nennwertlose Aktien darstellen. Den Anlegern kommt ein Stimmrecht zu, das Auflösungsrecht ist allerdings nur mit den Gründeranteilen verbunden. Naturgemäss werden die Bestimmungen des Aktienrechts betreffend Erhöhung und Reduktion des Aktienkapitals für nicht anwendbar erklärt. Dasselbe gilt auch für weitere Bestimmungen, wie diejenigen betreffend Sonderprüfung⁹⁸. Unzulässig sind etwa Gründervorteile wegen des im Recht der kollektiven Kapitalanlage stärker profilierten Gleichbehandlungsprinzips, der Erwerb eigener Aktien aufgrund der Pflicht zur Rücknahme der ausstehenden Anteile sowie die Errichtung von Zweigniederlassungen. Die Anlagegesellschaft soll eben als einheitliches Fondsprodukt in Gesellschaftsform auftreten. Nach dem Gesetzesentwurf kann der Bundesrat weitere Bestimmungen des Obligationenrechts für nicht anwendbar erklären, sofern Sinn und Zweck der Anlagegesellschaft dies erfordern⁹⁹. Diese offene Regelung ist in der Vernehmlassung teilweise kritisiert worden.

Die Anlagegesellschaft darf keine Aktivitäten für Dritte entfalten, ist also ausschliesslich auf die Verwaltung ihres eigenen Vermögens beschränkt. Die Hauptverwaltung kann allerdings an eine Fondsleitung delegiert werden, was die regulatorische Verknüpfung mit dem vertraglichen Anlagefonds augenscheinlich macht. Auf die Anlagegesellschaft kommen im Übrigen die Bestimmungen der Fondsleitung sinngemäss zur Anwendung¹⁰⁰, was etwa die Unabhängigkeit der geschäftsführenden Personen von der Depotbank und die eigenen Mittel der Anlagegesellschaft betrifft. Nach Auffassung der Experten soll die sinngemässe Anwendung indessen nicht für die *Absonderung des Fondsvermögens* gelten. Begründet wird dies damit, dass die Absonderung nur beim vertraglichen Anlagefonds Sinn mache, weil dort Fremdverwaltung vorliege, wogegen bei der Anlagegesellschaft aufgrund der "Selbstverwaltung" eine Absonderung "schon rein dogmatisch ausgeschlossen" sei¹⁰¹. Dabei wird meines Erachtens übersehen, dass in einem Konzept, das ähnliche Geschäfte gleichen Regeln unterwerfen will¹⁰², der Differenzierung in fremdverwaltete und selbstverwaltete Formen der kollektiven Kapitalanlage grundsätzlich keine Bedeutung zukommen kann. Darauf weist selbst die Expertengruppe etwa bei der Begriffsumschreibung der kollektiven Kapitalanlage hin¹⁰³. Das Anlegerschutzprinzip und die Leitlinie des Kollektivanlagegesetzes "same business, same rules" implizieren auch in diesem Fall eine wirtschaftliche Betrachtungsweise und damit eine Gleichschaltung mit dem vertraglichen Anlagefonds. Die Verwaltungsräte und die Geschäftsführer einer Anlagegesellschaft sind genauso die "Treuhand" der Anleger wie die geschäftsführenden Personen der Fondsleitung eines vertraglichen Anlagefonds. Folglich muss das Absonderungsrecht auch bei der

Anlagegesellschaft bestehen. Der Expertenbericht äussert bezüglich Aussonderung ähnliche Bedenken bei den kollektiven Kapitalanlagen mit Teilvermögen (Umbrella Funds), weil die Unterteilung in "Teilvermögen" bei Gesellschaften und Stiftungen dem schweizerischen Gesellschafts- und Stiftungsrecht fremd sei ¹⁰⁴. Aus praktischer Sicht ist in diesen Fällen die Depotbuchhaltung bzw. die klare Trennung der Sphären verschiedener Teilfonds entscheidend, und das Problem unterscheidet sich nicht grundlegend vom Aussonderungsanspruch verschiedener Kunden gegenüber einer Bank ¹⁰⁵. Die von den Experten geäusserten dogmatischen Bedenken können ohne weiteres durch einen Federstrich des Gesetzgebers weggewischt werden.

Bei der Anlagegesellschaft als Effektenfonds sind ein Prospekt sowie unter gewissen Voraussetzungen ein vereinfachter Prospekt erforderlich, welcher die Lesbarkeit für den Anleger erleichtern soll, aber auch regulatorisch bedingtem Mehraufwand entspricht.

Nach Meinung der Experten sollen die börsenrechtlichen Regeln über öffentliche Kaufangebote nicht anwendbar sein, die börsenrechtliche Meldepflicht hingegen soll greifen (Art. 16 BEHV-EBK) ¹⁰⁶, wobei diese Bestimmung bekanntlich keine Angaben über die Identität der Investoren verlangt.

6. Anlagestiftung

Bei den Anlagestiftungen gemäss KAG-Vorentwurf handelt es sich um Stiftungen gemäss Art. 80 ff. des Schweizerischen Zivilgesetzbuches. Die Anlagepolitik und die Anlagebeschränkungen richten sich sinngemäss nach dem Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG) ¹⁰⁷ bzw. nach der dazugehörigen Verordnung (BVV 2) ¹⁰⁸. Der Bundesrat kann auch geschlossene Anlagestiftungen zulassen ¹⁰⁹. Offen steht die Anlagestiftung gemäss KAG-Vorentwurf ausschliesslich für institutionelle Anleger der beruflichen Vorsorge. Die Unterstellung dieser Anlagestiftungen unter die Aufsicht der EBK führt im Bereich der stiftungsmässig organisierten kollektiven Kapitalanlage zu einer Neuordnung der Aufsichtskompetenzen ¹¹⁰.

**** AJP/PJA 2005 Seite 16 ****

7. Kommanditgesellschaft für kollektive Anlagen

Die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen soll als Vehikel für Risikokapital zur Verfügung stehen. Sie ist eine Kommanditgesellschaft im Sinne des Obligationenrechts mit gewissen Besonderheiten: Nach dem Gesetzesentwurf dürfte die Maximaldauer zwölf Jahre nicht übersteigen ¹¹¹, wobei die Liquidationsphase nicht mitzurechnen ist. Im Unterschied zum Obligationenrecht kann ein unbeschränkt haftender Gesellschafter ("General Partner") auch eine juristische Person sein ¹¹². Allerdings dürfen sich General Partners nur an einer einzigen Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen als unbeschränkt haftende Gesellschafter beteiligen. Die Anlagepolitik sowie die Anlagebeschränkungen sind im Gesellschaftsvertrag und im Prospekt zu regeln. Vertragsänderungen bedürfen nach dem Gesetzesentwurf der Genehmigung durch die Bankenkommission. Sollte es dabei bleiben, zeichnet sich hier eine stärkere Verzahnung des Gesellschaftsrechts mit dem Aufsichtsrecht ab. Als Kommanditäre ("Limited Partners") kommen ausschliesslich qualifizierte Anleger in Frage. Sie verfügen über einen jederzeitigen Anspruch auf Einsicht in die Geschäftsbücher und haben mindestens einmal vierteljährlich Anspruch auf Auskunft über den Geschäftsgang der Gesellschaft. Allerdings steht den Kommanditären gegenüber den geschäftsführenden Personen keinerlei Weisungs- oder Mitbestimmungsrecht zu. Der Gesetzesentwurf sieht ein gelockertes Konkurrenzverbot vor. Entsprechend sind General Partners ohne Zustimmung der übrigen Gesellschafter berechtigt, sowohl für eigene als auch für fremde Rechnung andere Geschäfte zu betreiben und sich an anderen Unternehmen zu beteiligen, sofern dies offengelegt wird und die Interessen der Gesellschaft dadurch nicht beeinträchtigt werden ¹¹³. Für Kommanditäre besteht gar ein schrankenloses Konkurrenzrecht, dürfen sie doch ohne Zustimmung der übrigen Gesellschafter sowohl für eigene als auch für fremde Rechnung andere Geschäfte betreiben und sich an anderen Unternehmen beteiligen ¹¹⁴. Der Gesetzesentwurf verlangt für Personen, welche mit der Verwaltung von Anlagen der spezialgesetzlichen Kommanditgesellschaft betraut sind, eine entsprechende Qualifikation ¹¹⁵. Bei der Rechenschaftsablage sind international anerkannte Standards zu berücksichtigen ¹¹⁶.

Die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen zieht eine Depot- und Zahlstelle bei, welche den Geld- und Wertschriftenverkehr regelt. Ihr können weitere Aufgaben übertragen werden. Anzumerken ist, dass eine blossе Depotstelle von einer "Depotbank" zu unterscheiden ist. Die Depotstelle ist nicht Bewilligungsträgerin und hat auch nicht die Kontrollfunktionen wie eine Depotbank, untersteht also keiner besonderen Aufsicht durch die Bankenkommission ¹¹⁷.

8. Investmentgesellschaften (SICAF)

Bei der Investmentgesellschaft (*Société d'Investissement à Capital Fix* bzw. SICAF) gemäss KAG-Entwurf handelt es sich um eine Aktiengesellschaft, deren Zweck auf die kollektive Kapitalanlage beschränkt ist. Sie ist als *Publikumsinvestmentgesellschaft* oder als *private Gesellschaft für qualifizierte Anleger* zulässig. Als Publikumsgesellschaft bedarf sie der Börsenkotierung in der Schweiz. Zudem müssen die Aktien voll liberiert sein, und es wird ein Hinweis im Prospekt auf die Discount-Problematik verlangt¹¹⁸. Für Retail-Investoren soll die nicht börsenkotierte Investmentgesellschaft nicht mehr zur Verfügung stehen, soweit die Anzahl Gesellschafter die festzulegende Mindestanzahl überschreitet¹¹⁹. Man will dieser Anlegerkategorie unter dem KAG also zumindest den Ausstieg über einen Verkauf an der Börse ermöglichen.

Investmentgesellschaften sollen neu einer Bewilligungspflicht durch die Eidgenössische Bankenkommision unterliegen¹²⁰. Markant ist dabei, dass inskünftig die Organe und die massgeblich Beteiligten Gewähr für eine einwandfreie Geschäftsführung bieten müssen, ein Kriterium, welches uns bereits aus der Banken- und Effektenhändleraufsicht bekannt ist¹²¹. In der Anlagepolitik würden die Investmentgesellschaften voraussichtlich auch unter dem KAG weitgehende Freiheiten geniessen. Daran ist unbedingt festzuhalten, damit Investmentgesellschaften weiterhin eine Rolle als massgeblich Beteiligte in der Corporate Governance spielen können. Immerhin soll eine Beschränkung der Hebelwirkung bzw. der Fremdfinanzierung greifen, was auf

**** AJP/PJA 2005 Seite 17 ****

Verordnungsstufe zu konkretisieren sein wird¹²². Für die Abwicklung des Geld- und Wertschriftenverkehrs ist eine Depot- und Zahlstelle beizuziehen. Und wie bereits allgemein erwähnt, soll die Investmentgesellschaft steuerlich transparent werden, sodass die Erträge auf der Stufe Gesellschaft keiner Besteuerung mehr unterliegen würden¹²³.

Für bestehende Investmentgesellschaften ist die Erkenntnis wichtig, dass gemäss KAG-Vorentwurf nur ein sehr beschränkter Bestandesschutz besteht. Auch die altrechtlichen Investmentgesellschaften müssen nämlich bereits zwei Jahre nach Inkrafttreten des KAG dessen Bestimmungen einhalten, weshalb bestehende Investmentgesellschaften die sich mit dem Kollektivanlagegesetz abzeichnenden Entwicklungen nicht einfach ignorieren können.

Übergangsrechtlich besteht die Möglichkeit, innert zwei Jahren ab Inkrafttreten des KAG die bestehende Beteiligungsgesellschaft in eine Anlagegesellschaft (SICAV) umzuwandeln¹²⁴. Der Expertenbericht hält fest, dass diese *Umwandlung* "ohne allfällige Liquidationssteuer" ablaufen könne¹²⁵, was aber bereits umstritten ist und sicherlich noch der Präzisierung im Gesetz bedürfte. Man darf aber zur Kenntnis nehmen, dass ein gesetzlicher Exit von der Closed-end in eine Open-end Struktur möglich sein soll. Eine entsprechende Absicht wäre der Aufsichtsbehörde bereits innert sechs Monaten mitzuteilen, wobei der Beginn des Fristenlaufes noch der Konkretisierung bedarf¹²⁶.

Angedacht ist für bestehende Investmentgesellschaften auch eine Ergänzung des Bundesgesetzes über die direkte Bundessteuer (DBG), welche ein *steuerliches Wahlrecht* gewähren will¹²⁷. Danach hätten die Investmentgesellschaften die Wahl, die altrechtliche Doppelbesteuerung von Gesellschaft und Aktionär beizubehalten oder für die Besteuerung nach den neuen Grundsätzen mit steuerlicher Transparenz der Gesellschaft zu optieren. Allerdings muss nach dem Gesetzesentwurf infolge Statuswechsels bei den Anlegern über eine anteilmässige (rechnerische) Liquidationsdividende abgerechnet werden, was diese Option als wenig attraktiv erscheinen lässt, sofern sich tatsächlich eine Liquidationsdividende ergäbe. Beachtlich ist, dass bei Ausübung des steuerlichen Wahlrechtes bislang bestehende steuerliche Vorteile dahinfallen, gemeint sind der Teilungszug und die Nichtbesteuerung thesaurierter Erträge beim Anleger.

Und schliesslich sieht der KAG-Vorentwurf auch eine allgemeine Regelung für die *Umstrukturierung* kollektiver Kapitalanlagen vor (Art. 67 VE-KAG). Erfasst werden Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung, welche uns bereits im Zuge der Schaffung des Fusionsgesetzes vertraut geworden sind. Gemäss Expertenbericht sollen sich die Umstrukturierungen denn auch nach den Bestimmungen des Fusionsgesetzes richten¹²⁸, wobei der Gesetzesentwurf einen allgemeinen Vorbehalt des Anlegerschutzes enthält. Ob die allgemeine Umstrukturierungsregelung gemäss Vorentwurf auf altrechtliche Investmentgesellschaften überhaupt zur Anwendung käme, erscheint allerdings als unklar. Zwar erfasst sie trotz ihrer systematischen Einordnung bei den offenen Formen der kollektiven Kapitalanlage über diesen weit definierten Begriff¹²⁹ sämtliche unterstellten kollektiven Anlagenformen, doch liesse sich die Anwendung der allgemeinen Umstrukturierungsregelung auf altrechtliche Investmentgesellschaften mangels übergangsrechtlicher Regelung in Zweifel ziehen¹³⁰. Für eine bestehende Investmentgesellschaft käme allenfalls die Umwandlung in eine Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen in Frage, wobei es allemal einer speziellen Zustimmung desjenigen Aktionärs der Beteiligungsgesellschaft bedarf, welcher die Stellung als

"General Partner" bzw. unbeschränkt haftender Gesellschafter der Kommanditgesellschaft einnehmen soll. Im Hinblick auf eine grösstmögliche Gestaltungsfreiheit sollten derartige Umstrukturierungen im Rahmen der Übergangsfrist ermöglicht werden, was in den Übergangsbestimmungen noch entsprechend klarzustellen wäre. Allerdings bietet die erwähnte Umwandlung einer altrechtlichen Investmentgesellschaft in eine Kommanditgesellschaft gemäss KAG für bestehende Investmentgesellschaften mit Retail-Investoren ebenfalls keinen sicheren Ausweg, da bei der neurechtlichen Kommanditgesellschaft Kommanditäre die Kriterien für qualifizierte Anleger erfüllen müssen.

VII. Ausblick

Das Recht der kollektiven Anlage war in der Schweiz bislang "Splitterrecht", entsprechend fragmentiert ist die geltende Regelung¹³¹. Mit einem neuen Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen soll ein einheitlicher Rahmen für kollektive Kapitalanlagen geschaffen werden. Als Rahmengesetz soll das Kapitalanlagegesetz bewusst schlank

**** AJP/PJA 2005 Seite 18 ****

bleiben. Doch darf die an sich erstrebenswerte "Lean Regulation" nicht zu Lasten der Rechtssicherheit gehen und einschränkende Folgeregulierungen des Bundesrates oder der Aufsichtsbehörde allzu breiten Raum gewähren.

Insbesondere für die bestehenden Investmentgesellschaften bedarf es teilweise eines erheblichen Umdenkens und das fehlende "Grandfathering" wird im Zuge der weiteren legislatorischen Arbeiten sicherlich noch zu Reden geben. Die SICAV, aufgrund ausländischer Vorbilder längst bekannt, schafft nun hoffentlich auch den Sprung ins Schweizer Recht. Hier sind tradierte Denkstrukturen zu erweitern, was in einer kleinen offenen Volkswirtschaft wie der Schweiz unerlässlich ist.

Die Schaffung eines Kollektivanlagegesetzes betrifft eine ganze Anzahl von Rechtsgebieten: Finanzmarktaufsichtsrecht, Gesellschaftsrecht, Börsenrecht, Steuerrecht, Geldwäschereiregulierung. Aufgrund dieser Komplexität sind weitere Verzögerungen im Gesetzgebungsverfahren nicht ausgeschlossen, jedenfalls erscheint ein Inkrafttreten im Jahr 2006 schon als eher optimistisch. Mit Blick auf den Anpassungsbedarf zum Nutzen unseres Finanzplatzes bleibt zu hoffen, dass sich alle Beteiligten gehörig "am Riemen reissen".

* Der vorliegende Beitrag basiert auf einem Vortrag vom 12.5.2004 an einer Tagung des Europa Institutes der Universität Zürich zu "Entwicklungen im Finanzmarktrecht", welche der Autor zusammen mit Rolf Watter geleitet hat.

¹ Art. 3 AFG.

² Vgl. auch Neue Zürcher Zeitung, Worauf es bei Finanzprodukten ankommt, 3.5.2004, 30.

³ Der Schweizerische Anlagefondsverband hat die Erhebung von Quartalsdaten in seiner Vernehmlassung vom 18.12.2003 als "für eine Marktstatistik ungenügend" kritisiert.

⁴ Entsprechend hat die Bankenkommission ihre Wegleitungen im Bereich der Zulassung von Anlagefonds überarbeitet.

⁵ Richtlinie 2001/107/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.1.2002 zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG des Rates zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) zwecks Festlegung von Bestimmungen für Verwaltungsgesellschaften und vereinfachte Prospekte (ABl. L 41, 20), sog. *EU-Dienstleistungsrichtlinie*; Richtlinie 2001/108/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.1.2002 zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG des Rates zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) hinsichtlich der Anlagen in OGAW (ABl. L 41, 35), sog. *EU-Produktierichtlinie*.

⁶ Dazu unter VI.

⁷ Art. 31 VE-KAG. Auch unter dem Vorentwurf (VE) zu einem Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG) vom November 2003, welcher von einer vom Eidg. Finanzdepartement eingesetzten Expertenkommission redigiert wurde, soll hingegen der blosse "Investment Adviser", der lediglich Anlagevorschläge unterbreitet, bewilligungsfrei bleiben; vgl. den mit dem Gesetzesentwurf publizierten Erläuterungsbericht (im Folgenden zitiert "Expertenbericht"), 148.

⁸ Art. 16 AFV.

⁹ Hinsichtlich der anerkannten Indices wird die EBK eine Praxis entwickeln müssen. Einstweilen sind derartige Fragen mit der EBK von Fall zu Fall zu besprechen.

¹⁰ Ziff. 3.3 des vereinfachten Prospektes gemäss Anhang II der Anlagefondsverordnung (AS 2004, 3546).

¹¹ Kritisiert wird der Umstand, dass Transaktions- und Performancegebühren in der TER nicht enthalten sind, vgl. Neue Zürcher Zeitung, 16.8.2004, 18.

¹² Vgl. Art. 63 Abs. 1 lit. a VE-KAG. Gemäss Expertenbericht (FN 7), 162, ist mit der im Gesetzesentwurf vorgesehenen Umschreibung des "Koeffizienten der gesamten laufenden Kosten" die Total Expense Ratio gemeint.

¹³ Art. 68 Abs. 2 lit. d AFV-EBK; vgl. auch EBK- RS 04/2 Selbstregulierung als Mindeststandard, welches am 1.6.2004 in Kraft getreten ist. Dieses Rundschreiben regelt die von der EBK anerkannte Selbstregulierung und schreibt die Prüfung nach risikoorientierten Grundsätzen vor, ob diese Selbstregulierung eingehalten ist.

¹⁴ EBK- RS 04/2 vom 21.4.2004.

- 15 Vgl. auch Neue Zürcher Zeitung, SWX publiziert Fonds-Daten, 25.11.2003, 31; den Beitrag von Lars Habermann, Hürdenreicher Weg zur Markttransparenz in der Schweiz, Fonds-Sonderbeilage der Neuen Zürcher Zeitung, 27.1.2004, 86; sowie den Jahresbericht 2003 des Schweizerischen Anlagefondsverbandes, 30.
- 16 Vgl. etwa Neue Zürcher Zeitung, Weitere Vergleiche im Anlagefonds-Skandal, 17. März 2004, 31; dies., 18.3.2004, Elliot Spitzer lässt nicht locker, 33, sowie 9.9.2004, Hohe Busse für Invesco, 31.
- 17 Vgl. Neue Zürcher Zeitung, 24.2.2004, 29, betreffend die Antwort des Bundesrates auf eine Interpellation eines Parlamentariers; zum Ganzen auch EBK-Jahresbericht 2003, 85 f.
- 18 Dazu schon unter III.
- 19 Vgl. auch Finanz und Wirtschaft, 8.11.2003, 29.
- 20 Vgl. auch Neue Zürcher Zeitung, Neue SEC-Regeln für den Fondshandel, 4.12.2003, 33.
- 21 Vgl. dazu auch SonntagsZeitung, 7.3.2004, 74.
- 22 Die an sich restriktivere Formulierung gemäss EBK-Jahresbericht 2003, 86, ändert daran, soweit ersichtlich, nichts: "In einem Schreiben an alle Fondsleitungen und Vertreter ausländischer Anlagefonds hielt die Bankenkommission daher fest, dass die Bezahlung von Retrozessionen aus der Ausgabe- und/oder Rücknahmekommission an Vertriebssträger jeder Art oder an einzelne Anleger bzw. Anlegergruppen ohne Vertriebssträgerstatus unter dem Gesichtspunkt des Gleichbehandlungsgrundsatzes nicht problematisch ist, sofern die Retrozessionen nach objektiven Kriterien gestaffelt und im Prospekt offen gelegt sind."
- 23 In der Praxis wird auch von "Bestandespflegekommissionen" gesprochen.
- 24 Randziffer 7 der SFA-Verhaltensregeln für die schweizerische Fondswirtschaft vom 30.8.2000 hält fest: "Die Fondsleitung verwaltet die von ihr aufgelegten Fonds strikte nach dem Prinzip der Gleichbehandlung. Sie verzichtet darauf, bestimmte Fonds und/oder Anlegergruppen zu Lasten anderer bevorzugt zu behandeln."
- 25 Vgl. Ziff. IV der Verhaltensregeln für die schweizerische Fondswirtschaft.
- 26 Vgl. das Consultation Paper der Financial Services Authority (FSA) 176 "Bundled brokerage and soft commission arrangements", 13. In den USA spricht man von "soft dollar arrangements".
- 27 Der Ursprung von "Soft Commissions" geht in England offenbar auf die Zeit vor dem Big Bang von 1986 zurück, wo fixe Broker-Kommissionen nur die Differenzierung über weitere Dienstleistungen (Research, Beratung, Bewertung von Anlagen) erlaubten, welche nicht separat abzugelten waren (vgl. Paul Myners, Why reform is long overdue, Financial Times Fund Management, 6.10.2003, 6).
- 28 Vgl. den FSA-Newsletter 04/13 betreffend "Bundled brokerage and soft commission arrangements".
- 29 Vgl. den FSA-Newsletter (FN 28).
- 30 Vgl. den FSA-Newsletter (FN 28).
- 31 FSA-CP 176 (FN 26); 16 f.; vgl. auch Markus Pfenninger, Kommentar zum schweizerischen Kapitalmarktrecht, Art. 12 AFG, N 15.
- 32 Vgl. FSA-CP 176 (FN 26), 26; siehe zur Initiative der FSA auch Neue Zürcher Zeitung, 28.1.2004, 31.
- 33 Jedenfalls hat die EBK in einem vom Autor betreuten Fall betreffend einen Guernsey-Fonds, welcher in "distressed securities" investiert, eine wesentlich über drei Monate hinausgehende Rückgabefrist abgelehnt. Akzeptiert wurde hingegen eine quartalsweise Möglichkeit zur Rückgabe mit einer "Strafzahlung" von 9% des inneren Wertes der Anteile zu Gunsten des ausländischen Fonds innert des ersten Jahres nach Erwerb dieser Anlagefondsanteile.
- 34 Art. 41 Abs. 2 AFG.
- 35 Expertenbericht (FN 7), 27.
- 36 Art. 55 Abs. 2 VE-KAG.
- 37 EBK-RS 03/1 vom 28.5.2003.
- 38 Dazu eingehender sogleich hinten.
- 39 Art. 45 Abs. 1 AFG bzw. Art. 22 Abs. 1 AFG jeweils i.V.m. Art. 1a AFV.
- 40 EBK-RS Öffentliche Werbung, N 7.
- 41 EBK-RS Öffentliche Werbung, N 6. Ob dies konkret bedeutet, dass der Kunde den Namen des Fonds grundsätzlich kennt, ist eine offene Frage.
- 42 Art. 2 Abs. 2 Satz 2 AFG.
- 43 EBK-RS Öffentliche Werbung, N 9.
- 44 Peter Forstmoser, Kommentar zum Anlagefondsgesetz, Art. 3, N 32; Matthäus den Otter, Anlagefondsgesetz, 4. A., Zürich 2001, Art. 3 Abs. 1, N 2.
- 45 So EBK-RS Öffentliche Werbung, N 5.
- 46 Vgl. dazu Armin Kühne, Bewilligungspflicht gemäss Anlagefondsgesetz, Zürich 2002, 176 ff., wenn auch betreffend "limited partnerships".
- 47 Vgl. Art. 2 Abs. 2 AFV.
- 48 Dem Vernehmen nach liess sich mit der EBK in Erweiterung des Rundschreibens die öffentliche Werbung für einen nicht bewilligten Anlagefonds diskutieren, sofern aufgrund des Reglementes oder der Statuten des Fonds sichergestellt ist, dass Anteile nur von institutionellen Anlegern im Sinne des Rundschreibens gezeichnet werden können.

- 49 EBK-RS Öffentliche Werbung, N 14.
- 50 Der Vernehmlassungsentwurf vom 5.11.2002 hatte in N 12 noch von den "abschliessend aufgezählten Fällen" gesprochen, was sich im geltenden Rundschreiben nicht mehr findet.
- 51 Selbst wenn sich ein Fondsprogramm auch an ehemalige Mitarbeiter richtet, was etwa bei einer Beratungsgesellschaft der Beziehungspflege zu aktuellen und potentiellen Kunden dienen mag, liegt nicht zwangsläufig öffentliche Werbung vor, da auch eine solche Beziehung als qualifiziert gelten kann, insbesondere sofern die Beziehungspflege zu den Ehemaligen auf verschiedenen Ebenen gepflegt wird und deshalb der Austritt eines Mitarbeiters nicht als eigentlicher Bruch der vormals qualifizierten Beziehung erscheint.
- 52 Die Tragweite dieses Kriteriums ist nicht restlos klar. Gesichert ist, dass das Bundesgericht die Vermögensverwaltungsrichtlinien der Bankiervereinigung in ihrer jeweiligen Fassung allgemein als Sorgfaltsstandard im Bereich der Vermögensverwaltung auffasst (vgl. das Urteil vom 28.7.1995, 4C.467/1994, dazu die Besprechung von Urs Bertschinger, SZW 1996, 240 ff.). Grundsätzlich dürfte also ein Vermögensverwaltungsauftrag mit einem beliebigen Vermögensverwalter (ob Bank oder Nichtbank) von der Ausnahme des EBK-Rundschreibens zur öffentlichen Werbung profitieren.
- 53 EBK-RS Öffentliche Werbung, N 16.
- 54 EBK-RS Öffentliche Werbung, N 17.
- 55 Vernehmlassungsentwurf EBK-RS Öffentliche Werbung vom 5.11.2002, N 18.
- 56 EBK-Jahresbericht 2003, 82.
- 57 Vgl. zum Ganzen auch Claude Maeder, La distribution de fonds de placement sur Internet, SZW 2004, 97 ff.
- 58 EBK-RS Öffentliche Werbung, N 20 ff.
- 59 EBK-RS Öffentliche Werbung, N 28.
- 60 Vgl. Thomas Weber, Das Einmaleins der Hedge Funds, Frankfurt 1999, 20 f.
- 61 Vgl. den letzten Absatz des Kommentars zu Ziff. 10 der Vermögensverwaltungsrichtlinien der Bankiervereinigung 2003.
- 62 Vgl. NZZ am Sonntag, 25.7.2004, 37, allgemein betreffend Anlegerschutz bei Hedge Funds "à la Eidgenössische Bankenkommission", sowie Neue Zürcher Zeitung, Mehr Transparenz durch Hedge-Funds-Ratings, 2.2.2004, 22.
- 63 Vgl. Totalrevision des Bundesgesetzes über die Anlagefonds vom 18.3.1994, Erläuterungsbericht samt Gesetzesentwurf der vom Eidg. Finanzdepartement eingesetzten Expertengruppe, November 2003, 37.
- 64 Botschaft zum revidierten Bundesgesetz über die Anlagefonds vom 14.12.1992, BBf 1993 I 217 ff., zit. nach Separatdruck, 19 (Ziff. 142.1).
- 65 Der Bundesrat kann auch geschlossene Anlagestiftungen zulassen, Art. 17 Abs. 3 VE-KAG.
- 66 Vgl. auch VI.3.
- 67 Vgl. Expertenbericht (FN 7), 42 f. Nach Meinung der Experten drängt sich dieses quantitative Kriterium "aus steuerlichen Gründen" auf. Soweit ersichtlich soll wie unter geltendem Recht für kleine Verhältnisse also nicht eine generelle Ausnahme für in- und ausländische kollektive Anlageprodukte bestehen, vgl. dazu Art. 3 Abs. 1 und 2 VE-KAG, wonach das Element der "öffentlichen Werbung" nur bei den ausländischen kollektiven Kapitalanlagen erscheint, sowie Expertenbericht (FN 7), 41. Bekanntlich hat das EBK-Rundschreiben zur öffentlichen Werbung vom 28.5.2003 für die ausländischen kollektiven Anlageprodukte unter geltendem Recht die 20er-Regel etabliert, während dieser Freibereich nach der Praxis der EBK für vertragliche Produkte schweizerischen Rechts grundsätzlich nicht besteht; vgl. dazu schon vorne bei FN 44. Verschiedene Vernehmlassungen bringen an der Delegationsnorm zur Mindestanzahl Anleger im KAG-Vorentwurf Vorbehalte an und verlangen, dass dieses für die Unterstellung wichtige Kriterium auf Gesetzesstufe etabliert werden müsse, vgl. etwa die Vernehmlassung der Schweizerischen Bankiervereinigung vom 13.5.2004, 19.
- 68 Peter Nobel, Schweizerisches Finanzmarktrecht, 2. A., Bern 2004, 992, spricht von der "etwas realitätsfremde(n) Einengung des Anwendungsbereiches des AFG".
- 69 Dazu schon vorne unter II.
- 70 Demgegenüber kritisiert der Regierungsrat des Kantons Zürich in seiner Vernehmlassung vom 12.5.2004, 2, die "übermässige Regelungsdichte", welche "nicht dem Bild zeitgemässer, schlanker, allgemein verständlicher und damit bürgerfreundlicher Normen" entspreche.
- 71 Vgl. Art. 1 AFG.
- 72 Expertenbericht (FN 7), 32.
- 73 Vgl. etwa die Vernehmlassung der Schweizerischen Bankiervereinigung vom 13.5.2004, 8 f., wo ein Minimalinvestment von CHF 50 000 oder ein Gesamtvermögen des Investors von Euro 500 000 als Schwellenwerte für die Definition des "qualifizierten Anlegers" vorgeschlagen werden. Dass letzteres Kriterium schwierig zu handhaben ist, haben schon die Diskussionen um die sog. Advisory Agreements gezeigt, für welche gemäss Entwurf zum Rundschreiben der EBK betreffend öffentliche Werbung im Sinne der Anlagefondsgesetzgebung eine Ausnahme von der Bewilligungspflicht für den Vertrieb von Anlagefondsanteilen vorgeschlagen wurde; dazu schon unter IV.4. bei FN 55. Siehe auch die Vernehmlassung des Schweizerischen Anlagefondsverbandes (SFA) vom 13.5.2004, Beilage 3, 6 f., wo darauf hingewiesen wird, dass für einen qualifizierten Anleger "eine besonders enge Beziehung zum Vertriebssträger genügen (müsse), etwa aufgrund eines schriftlichen Vermögensverwaltungs- oder Beratungsvertrags. Anleger, die genügend Erfahrung und Fachwissen mit den entsprechenden Produkten nachweisen, gehören ebenso zu dieser Kategorie" (S. 7).
- 74 Expertenbericht (FN 7), 102.
- 75 Expertenbericht (FN 7), 103. Dazu ist freilich zu bemerken, dass auch der statutarische Gesellschaftszweck die zulässige Investitionstätigkeit umschreibt, was auch dieses Abgrenzungskriterium relativiert.
- 76 BGE 110 II 86 f.; Expertenbericht (FN 7) 103.
- 77 Art. 3 VE-KAG.
- 78 Zur Begriffsbeschreibung vgl. auch Ziff. 1 des Merkblattes der Eidg. Steuerverwaltung über die steuerliche Behandlung von inländischen Investment-Clubs, S-018.25 (6.02): "Im Allgemeinen werden Investment-Clubs durch Sparer gebildet, welche sich zusammenschliessen, um gemeinsam mit verhältnismässig bescheidenen Mitteln Wertpapiere nach eigener Wahl zu erwerben. Die Mitglieder solcher Clubs verpflichten sich in der Regel, periodisch einen vereinbarten Betrag in die gemeinsame Kasse zu bezahlen. Diese Mittel werden laufend in Wertpapiere angelegt. Daher sind die Investment-Clubs meistens einfach organisierte Gebilde mit einem relativ kleinen gemeinschaftlichen Vermögen. Sie verzichten auf eine öffentliche Werbung und geben auch keine Anteilscheine aus. Gemäss den Bestimmungen des Bundesgesetzes über die Anlagefonds (AFG) vom 18.3.1994 sind sie nicht zu den Anlagefonds zu zählen."

- 79 Art. 8 VE-KAG.
- 80 Vgl. Art. 3 Abs. 3 Satz 2 BankG.
- 81 Art. 9 Abs. 2 VE-KAG.
- 82 Art. 10 Abs. 1 VE-KAG.
- 83 Art. 12 VE-KAG.
- 84 Art. 9 Abs. 1 AFG.
- 85 Art. 10 AFV.
- 86 Art. 109 VE-KAG. Dessen Abs. 3 sieht denn auch vor: Soweit die von der Aufsichtsbehörde zu übermittelnden Informationen einzelne Anleger betreffen, ist das Verwaltungsverfahrensgesetz anwendbar.
- 87 Dazu sogleich hinten VI.5.
- 88 Art. 35 Abs. 1 VE-KAG.
- 89 Vgl. EBK- RS 96/5 Trennung von Fondsleitung und Depotbank vom 14.11.1996, N 14.
- 90 Vgl. die Vernehmlassung der Schweizerischen Bankiervereinigung zum KAG vom 13.5.2004, 15.
- 91 Vgl. Expertenbericht (FN 7), 150.
- 92 Vgl. FN 5.
- 93 Gemäss schweizerischer Terminologie handelt es sich um die Fondsleitung.
- 94 Vgl. Art. 19 Abs. 2 AFG.
- 95 Vgl. in diesem Zusammenhang die Mitteilung der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, KOM(2004) 207 vom 30.3.2004 betreffend "Die mitgliedschaftlichen Regelungen für OGAW-Verwahrstellen, Überblick und mögliche Entwicklungen", insb. S. 11 und 25, wonach offenbar in Luxemburg und in Österreich die "Anlageverwaltung" von der Verwaltungsgesellschaft auf die Verwahrstelle übertragen werden kann.
- 96 Vernehmlassung der Schweizerischen Bankiervereinigung vom 13.5.2004, 15.
- 97 Art. 13 ff. VE-KAG.
- 98 Art. 697a ff. OR.
- 99 Art. 15 Abs. 4 VE-KAG.
- 100 Art. 40 Abs. 4 VE-KAG.
- 101 Expertenbericht (FN 7), 152.
- 102 Vgl. dazu schon unter VI.1.
- 103 Vgl. vorne unter VI.2.
- 104 Expertenbericht (FN 7), 98.
- 105 Vgl. dazu allgemein U. Bertschinger, Zum neuen bankengesetzlichen Aussonderungsrecht (Art. 16 und 37bBankG), AJP/PJA 1995, 431.
- 106 Art. 16 VE-KAG sowie Expertenbericht (FN 7), 138.
- 107 SR 831.40.
- 108 SR 831.441.1.
- 109 Art. 17 Abs. 3 VE-KAG.
- 110 Vgl. dazu auch Neue Zürcher Zeitung, Tauziehen um die Aufsicht im BVG-Geschäft, 21./22.8.2004, 14, wobei die im KAG-Vorentwurf enthaltene Zuständigkeit der EBK im politischen Tauziehen offenbar einstweilen noch keine Rolle spielt.
- 111 Diese Frist wird dem Vernehmen nach allenfalls noch auf 16 Jahre erhöht.
- 112 Art. 19 VE-KAG.
- 113 Vgl. zum strengeren geltenden Recht Art. 598 Abs. 2 OR i.V.m. Art. 561OR.
- 114 Art. 20 VE-KAG.

115 Art. 86 VE-KAG.

116 Art. 88 Abs. 2 VE-KAG.

117 Vgl. Expertenbericht (FN 7), 90 f.

118 Vgl. Art. 89 VE-KAG. Gemäss Art. 19 des Zusatzreglementes für die Kotierung von Investmentgesellschaften der SWX Swiss Exchange haben die Investmentgesellschaften den aktuellen inneren Wert ihrer Aktien in regelmässigen Abständen zu veröffentlichen. Ein Discount liegt bekanntlich vor, wenn der innere Wert einer Aktie über dem Börsenkurs liegt, der Markt also nicht bereit ist, den Net Asset Value (NAV) zu bezahlen. Bezüglich Veröffentlichung des NAV vgl. auch die Mitteilung der Zulassungsstelle Nr. 3/2004 vom 8.3.2004, wo unter anderem auch darauf hingewiesen wird, dass die Publikation des Net Asset Value unter die Vorschriften betreffend die Ad-hoc-Publizität (Art. 72 des Kotierungsreglementes der SWX) fallen kann, was etwa bei einer drastischen, sprunghaften Vergrösserung des Discount in Betracht fällt.

119 Zur Mindestanzahl Anleger unter VI.1. bei FN 67.

120 Aus Sicht des Anlegerschutzes erscheint diese Neuregelung für Richard Colin Müller, Die Investmentgesellschaft, Zürich 2001, 277 f., als nicht zwingend erforderlich, was zu einem blossen Optionsrecht hinsichtlich der Unterstellung führen könne.

121 Vgl. Art. 3 Abs. 2 lit c und lit. c^{bis} BankG sowie Art. 10 Abs. 2 lit. d BEHG.

122 Vgl. auch die Ende 2002 formulierte "kurze Wunschliste" an den Gesetzgeber bei U. Bertschinger, Institutionelle Anleger - Charakter und Governance, in: P. Nobel (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Band 11/2002 und 2003, Bern 2004, 215 ff.

123 A.M. die Vernehmlassung des Regierungsrates des Kantons Zürich vom 12.5.2004, 6, wonach am bisherigen Besteuerungsmodus für Investmentgesellschaften festgehalten werden soll. Dies wird unter anderem mit den bisherigen steuerlichen Vorteilen begründet, "nämlich die steuerliche Entlastung der Gesellschaft mittels Beteiligungsabzug oder Holdingprivileg sowie die Nichtbesteuerung von thesaurierten Erträgen beim Anleger".

124 Art. 123 Abs. 4 Übergangsbestimmungen VE-KAG.

125 Vgl. Expertenbericht (FN 7), 191.

126 Vgl. Art. 123 Abs. 4 Übergangsbestimmungen VE-KAG.

127 Art. 207b VE-DBG. Dieselbe Regelung wird für das Steuerharmonisierungsgesetz vorgeschlagen.

128 Expertenbericht (FN 7), 163 f.

129 Vgl. Art. 2 lit. a VE-KAG.

130 Vgl. Art. 123 Übergangsbestimmungen VE-KAG, wo die Umwandlung für altrechtliche Investmentgesellschaften nur im Hinblick auf die Anlagegesellschaft explizit vorgesehen wird.

131 Vgl. dazu schon vorne unter I.