

Thomas Jutzi  
Damian Sieradzki

# Geltungsbereich des Kollektiv- anlagenrechts



Thomas Jutzi  
Damian Sieradzki

# Geltungsbereich des Kollektivanlagenrechts



Geltungsbereich des Kollektivanlagenrechts von Thomas Jutzi und Damian Sieradzki wird unter [Creative Commons Namensnennung-Nicht kommerziell-Keine Bearbeitung 4.0 International](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/) lizenziert, sofern nichts anderes angegeben ist.

© 2022 – CC BY-NC-ND (Werk), CC BY-SA (Text)

**Verlag:** EIZ Publishing ([eizpublishing.ch](https://eizpublishing.ch))

**Produktion & Vertrieb:** buch & netz ([buchundnetz.com](https://buchundnetz.com))

**ISBN:**

978-3-03805-416-0 (Print – Softcover)

978-3-03805-417-7 (Print – Hardcover)

978-3-03805-452-8 (PDF)

978-3-03805-453-5 (ePub)

**DOI:** <https://doi.org/10.36862/eiz-417>

**Version:** 1.02-20220106

Publiziert mit Unterstützung des Schweizerischen Nationalfonds zur Förderung der wissenschaftlichen Forschung.

Dieses Werk ist als gedrucktes Buch sowie als E-Book in verschiedenen Formaten verfügbar. Weitere Informationen finden Sie unter der URL:

<https://eizpublishing.ch/publikationen/geltungsbereich-des-kollektivanlagenrechts/>.

# Vorwort

Das vorliegende Buch bietet einen integralen Überblick über den Geltungsbereich des Bundesgesetzes über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG). Hierbei liegt ein besonderer Fokus auf der durch die Bundesgesetze über die Finanzdienstleistungen (FIDLEG) und über die Finanzinstitute (FINIG) bedingten Teilrevision des KAG am 1. Januar 2020. Hinzu kommen die Neuerungen im Zusammenhang mit dem «Limited Qualified Investor Fund» (L-QIF) sowie Anwendungsfragen im Kontext der «Distributed Ledger Technologie» (DLT). Da schliesslich mehrere Entwicklungen in der Rechts- und Aufsichtspraxis im Zusammenhang mit der Unterstellung von Anlagegefässen unter das KAG erfolgt sind, ergeben sich zahlreiche rechtlich und praktisch relevante Herausforderungen mit Blick auf den Geltungsbereich der Kollektivanlagenregulierung.

In der vorliegenden Publikation werden die zentralen Abgrenzungsschwierigkeiten im Lichte der bundesgerichtlichen Rechtsprechung analysiert und besprochen. Dabei bildet die systematische Wechselwirkung zwischen dem Geltungsbereich des KAG und der Legaldefinition einer kollektiven Kapitalanlage die Grundlage der vorliegenden Untersuchung. Behandelt werden hierbei nicht nur die zentralen Anwendungsfälle der Ausnahmen vom KAG-Geltungsbereich (z.B. operative Gesellschaften, Holdinggesellschaften, Private Equity oder Venture Capital Strukturen), sondern auch die aufsichtsrechtliche Qualifikation von Sondervehikeln wie Exchange Traded Funds (ETF). Ziel ist, dem Leser einen möglichst kompletten Abriss der aktuellen und relevanten Geltungsfragen der Kollektivanlagengesetzgebung zu bieten.

Die Autoren danken dem Verlag des Europa Instituts an der Universität Zürich (EIZ), insbesondere Frau Sue Osterwalder und Herrn Dr. Tobias Baumgartner, für die hervorragende Zusammenarbeit.

Bern/Vaduz, Oktober 2021

Thomas Jutzi/Damian Sieradzki



# Inhaltsübersicht

<b><u>Vorwort</u></b>	<b><u>V</u></b>
<b><u>Inhaltsübersicht</u></b>	<b><u>VII</u></b>
<b><u>Inhaltsverzeichnis</u></b>	<b><u>XI</u></b>
<b><u>Abkürzungsverzeichnis</u></b>	<b><u>XVII</u></b>
<b><u>Literaturverzeichnis</u></b>	<b><u>XXIII</u></b>
<b><u>Materialienverzeichnis</u></b>	<b><u>XXIX</u></b>
<b><u>§ 1 Einleitung</u></b>	<b><u>1</u></b>
<b><u>I. Teil</u></b>	
<b><u>Der Geltungsbereich des KAG</u></b>	<b><u>5</u></b>
<b><u>§ 2 Grundlagen</u></b>	<b><u>7</u></b>
1. <u>Der Geltungsbereich eines Erlasses</u>	<u>7</u>
2. <u>Entwicklung des KAG-Geltungsbereichs</u>	<u>9</u>
<b><u>§ 3 Sachlicher Geltungsbereich des KAG</u></b>	<b><u>17</u></b>
1. <u>Vorbemerkungen</u>	<u>17</u>
2. <u>Schweizerische kollektive Kapitalanlagen</u>	<u>17</u>
3. <u>Ausländische kollektive Kapitalanlagen</u>	<u>19</u>
<b><u>§ 4 Persönlicher Geltungsbereich</u></b>	<b><u>23</u></b>
1. <u>Vorbemerkungen</u>	<u>23</u>
2. <u>Verwahrende Personen</u>	<u>23</u>
3. <u>Vertretende Personen</u>	<u>25</u>
4. <u>Anbietende Personen</u>	<u>26</u>
5. <u>Verwaltende Personen</u>	<u>26</u>
<b><u>§ 5 Territorialer Geltungsbereich</u></b>	<b><u>29</u></b>
1. <u>Vorbemerkungen</u>	<u>29</u>
2. <u>Sitz und Hauptverwaltung</u>	<u>30</u>

<b>§ 6 Zeitlicher Geltungsbereich</b>	<b>37</b>
1. Zeitspanne der KAG-Geltung	37
2. Exkurs: Intertemporalrechtliche Aspekte der FIDLEG/FINIG-Neuerungen	38
<b>§ 7 Ausnahmen vom Geltungsbereich</b>	<b>41</b>
1. Einrichtungen der beruflichen Vorsorge, einschliesslich Anlagestiftungen	42
2. Sozialversicherungen und Ausgleichskassen	44
3. Öffentlich-rechtliche Körperschaften und Anstalten	45
4. Operative Gesellschaften, die eine unternehmerische Tätigkeit ausüben	47
5. Holdinggesellschaften	76
6. Investmentclubs	84
7. Vereine und Stiftungen i.S. des ZGB	88
8. Ausgewählte Investmentgesellschaften in Form einer AG	89
<b>§ 8 L-QIF</b>	<b>97</b>
1. Grundlagen	97
2. Qualifikationsmerkmale eines L-QIF	97
3. Geltungsrelevanz der KAG-Vorschriften	97
<b>II. Teil</b>	
<b>Abgrenzungsfragen im Zusammenhang mit den Merkmalen einer kollektiven Kapitalanlage</b>	<b>101</b>
<b>§ 9 Systematischer Konnex zwischen dem Geltungsbereich des KAG und der Legaldefinition einer kollektiven Kapitalanlage</b>	<b>103</b>
<b>§ 10 Entstehung der Legaldefinition</b>	<b>105</b>
1. Legaldefinition im AFG	105
2. Legaldefinition im revAFG	107
3. Legaldefinition im KAG	108
<b>§ 11 Vermögen</b>	<b>111</b>
1. Allgemeine Begriffsklärung	111
2. Vermögensbegriff i.S. des KAG	111
3. Abgrenzung zu Fremdkapitalinstrumenten	112
<b>§ 12 Gemeinschaftlichkeit</b>	<b>115</b>
1. Konzeptionelle Ausgangslage	115
2. Allgemeine Begriffsabgrenzung	116



3.	<a href="#">Gemeinschaftlichkeit nach Bundesgericht</a>	118
4.	<a href="#">Mindestzahl der Anleger</a>	118
5.	<a href="#">Ausnahmen von der Gemeinschaftlichkeitsvoraussetzung</a>	119
<b>§ 13 Kapitalanlage</b>		<b>121</b>
1.	<a href="#">Einführende Begriffsklärung</a>	121
2.	<a href="#">Funktion des Kapitalanlagebegriffs</a>	121
3.	<a href="#">Definition durch das Bundesgericht</a>	122
4.	<a href="#">Dauer der Kapitalanlage</a>	123
5.	<a href="#">Kapitalanlage als Hauptzweck</a>	124
<b>§ 14 Verwaltung auf Rechnung der Anleger (Fremdverwaltung)</b>		<b>125</b>
1.	<a href="#">Allgemeine Vorbemerkungen</a>	125
2.	<a href="#">Begriff der Fremdverwaltung</a>	126
3.	<a href="#">Rechtspraxis zum Fremdverwaltungskriterium</a>	130
4.	<a href="#">Aktive Verwaltung</a>	134
5.	<a href="#">Begriffssynthese</a>	152
<b>§ 15 Gleichmässige Befriedigung der Anlagebedürfnisse</b>		<b>153</b>
<b>§ 16 Offene und geschlossene Anlageformen</b>		<b>155</b>
<b>§ 17 Ort des Sitzes und der Hauptverwaltung</b>		<b>157</b>
<b>§ 18 Abgrenzung Strukturierter Produkte</b>		<b>159</b>
1.	<a href="#">Vorbemerkungen</a>	159
2.	<a href="#">Begriffsbestimmung und Funktionsweise strukturierter Produkte</a>	159
3.	<a href="#">Regelung strukturierter Produkte im FIDLEG</a>	161
4.	<a href="#">Strukturierte Produkte und der KAG-Geltungsbereich</a>	166
<b>§ 19 Exkurs: Distributed Ledger Technologie und kollektive Kapitalanlagen</b>		<b>171</b>
1.	<a href="#">Distributed-Ledger und Blockchain Technologie</a>	171
2.	<a href="#">Initial Coin Offerings</a>	173
3.	<a href="#">Tokens</a>	174
4.	<a href="#">Smart Contracts</a>	177
5.	<a href="#">Abbildung von kollektiven Kapitalanlagen auf einer Blockchain</a>	179
6.	<a href="#">Abbildung von Fondsanteilen auf einer Blockchain</a>	182
7.	<a href="#">Investitionen kollektiver Kapitalanlagen in Kryptoassets</a>	183
8.	<a href="#">«Kryptolibrierung» von kollektiven Kapitalanlagen</a>	184



# Inhaltsverzeichnis

<a href="#">Vorwort</a>	<a href="#">V</a>
<a href="#">Inhaltsübersicht</a>	<a href="#">VII</a>
<a href="#">Inhaltsverzeichnis</a>	<a href="#">XI</a>
<a href="#">Abkürzungsverzeichnis</a>	<a href="#">XVII</a>
<a href="#">Literaturverzeichnis</a>	<a href="#">XXIII</a>
<a href="#">Materialienverzeichnis</a>	<a href="#">XXIX</a>
<a href="#">§ 1 Einleitung</a>	<a href="#">1</a>
<a href="#">I. Teil</a>	
<a href="#">Der Geltungsbereich des KAG</a>	<a href="#">5</a>
<a href="#">§ 2 Grundlagen</a>	<a href="#">7</a>
1. <a href="#">Der Geltungsbereich eines Erlasses</a>	<a href="#">7</a>
2. <a href="#">Entwicklung des KAG-Geltungsbereichs</a>	<a href="#">9</a>
2.1 <a href="#">Vom AFG bis zum revKAG 2013</a>	<a href="#">9</a>
2.2 <a href="#">Änderungen durch FIDLEG/FINIG</a>	<a href="#">12</a>
2.3 <a href="#">Zwischenfazit</a>	<a href="#">13</a>
<a href="#">§ 3 Sachlicher Geltungsbereich des KAG</a>	<a href="#">17</a>
1. <a href="#">Vorbemerkungen</a>	<a href="#">17</a>
2. <a href="#">Schweizerische kollektive Kapitalanlagen</a>	<a href="#">17</a>
3. <a href="#">Ausländische kollektive Kapitalanlagen</a>	<a href="#">19</a>
<a href="#">§ 4 Persönlicher Geltungsbereich</a>	<a href="#">23</a>
1. <a href="#">Vorbemerkungen</a>	<a href="#">23</a>
2. <a href="#">Verwahrende Personen</a>	<a href="#">23</a>
2.1 <a href="#">Verwahrung Schweizerischer kollektiver Kapitalanlagen</a>	<a href="#">23</a>
2.2 <a href="#">Verwahrung ausländischer kollektiver Kapitalanlagen</a>	<a href="#">24</a>
3. <a href="#">Vertretende Personen</a>	<a href="#">25</a>
4. <a href="#">Anbietende Personen</a>	<a href="#">26</a>
5. <a href="#">Verwaltende Personen</a>	<a href="#">26</a>

<b>§ 5 Territorialer Geltungsbereich</b>	<b>29</b>
1. <a href="#">Vorbemerkungen</a>	29
2. <a href="#">Sitz und Hauptverwaltung</a>	30
2.1 <a href="#">Sitz</a>	30
2.2 <a href="#">Hauptverwaltung</a>	30
a. <a href="#">Fondsleitung</a>	30
b. <a href="#">SICAV, SICAF und KmGK</a>	32
2.3 <a href="#">Auseinanderklaffen von Sitz und Fondsleitung</a>	33
a. <a href="#">Hauptverwaltung in der Schweiz, Sitz im Ausland</a>	33
b. <a href="#">Hauptverwaltung im Ausland, Sitz in der Schweiz</a>	34
<b>§ 6 Zeitlicher Geltungsbereich</b>	<b>37</b>
1. <a href="#">Zeitspanne der KAG-Geltung</a>	37
2. <a href="#">Exkurs: Intertemporalrechtliche Aspekte der FIDLEG/FINIG-Neuerungen</a>	38
<b>§ 7 Ausnahmen vom Geltungsbereich</b>	<b>41</b>
1. <a href="#">Einrichtungen der beruflichen Vorsorge, einschliesslich Anlagestiftungen</a>	42
2. <a href="#">Sozialversicherungen und Ausgleichskassen</a>	44
3. <a href="#">Öffentlich-rechtliche Körperschaften und Anstalten</a>	45
4. <a href="#">Operative Gesellschaften, die eine unternehmerische Tätigkeit ausüben</a>	47
4.1 <a href="#">Problemaufriss</a>	47
4.2 <a href="#">Abgrenzungsansätze in der Lehre</a>	49
a. <a href="#">Vorbemerkungen</a>	49
b. <a href="#">Systematisches und unsystematisches Risiko</a>	50
c. <a href="#">Ausmass unternehmerischer Eigenleistung</a>	51
d. <a href="#">Operative Mitbestimmung</a>	52
e. <a href="#">Risikocharakter</a>	52
f. <a href="#">Ursprung der Erträge</a>	53
g. <a href="#">Marktauftritt</a>	53
4.3 <a href="#">Anwendungsfälle in der Praxis</a>	53
a. <a href="#">KmGK – Hotelimmobilie</a>	54
b. <a href="#">SICAF – Verkauf von Penny Stocks</a>	56
c. <a href="#">SICAF – Venture Capital/Private Equity</a>	58
d. <a href="#">Exkurs: Besondere praxisbezogene Schwierigkeiten in der Abgrenzung operativer Immobiliengesellschaften</a>	62
4.4 <a href="#">Würdigung ausgewählter Abgrenzungskriterien und deren Anwendung</a>	63
4.5 <a href="#">Konkretisierung auf Verordnungsebene</a>	70
a. <a href="#">Ausgewählte Betrachtungen</a>	70
b. <a href="#">Einschätzung der neuen Ordnungsbestimmung</a>	74

---

5.	<a href="#">Holdinggesellschaften</a>	76
5.1	<a href="#">Problemaufriss</a>	76
5.2	<a href="#">Begriff der Holdinggesellschaft</a>	77
5.3	<a href="#">Begriff des Konzerns</a>	78
	a. <a href="#">Altrechtliche Definition</a>	78
	b. <a href="#">Definition im geltenden Recht</a>	79
5.4	<a href="#">Auswirkungen auf den Anwendungsbereich</a>	80
5.5	<a href="#">Bundesgerichtliche Praxis</a>	81
5.6	<a href="#">Würdigung</a>	83
6.	<a href="#">Investmentclubs</a>	84
6.1	<a href="#">Tatbestandsvoraussetzungen</a>	85
6.2	<a href="#">Mögliche Rechtsformen</a>	86
	a. <a href="#">Personengesellschaften</a>	86
	b. <a href="#">Kapitalgesellschaften</a>	87
	c. <a href="#">Mitglieder eines Investmentclubs</a>	88
7.	<a href="#">Vereine und Stiftungen i.S. des ZGB</a>	88
8.	<a href="#">Ausgewählte Investmentgesellschaften in Form einer AG</a>	89
8.1	<a href="#">Kotierung an einer Schweizer Börse</a>	90
	a. <a href="#">Schweizer Börse</a>	90
	b. <a href="#">Kotierung</a>	91
8.2	<a href="#">Investmentgesellschaften für qualifizierte Anleger mit Namenaktien</a>	92
	a. <a href="#">Qualifizierte Anleger</a>	93
	b. <a href="#">Namenaktien</a>	94
	<b><a href="#">§ 8 L-QIF</a></b>	<b>97</b>
1.	<a href="#">Grundlagen</a>	97
2.	<a href="#">Qualifikationsmerkmale eines L-QIF</a>	97
3.	<a href="#">Geltungsrelevanz der KAG-Vorschriften</a>	97

<b><u>II. Teil</u></b>	
<b><u>Abgrenzungsfragen im Zusammenhang mit den Merkmalen einer kollektiven Kapitalanlage</u></b>	<b>101</b>
<b><u>§ 9 Systematischer Konnex zwischen dem Geltungsbereich des KAG und der Legaldefinition einer kollektiven Kapitalanlage</u></b>	<b>103</b>
<b><u>§ 10 Entstehung der Legaldefinition</u></b>	<b>105</b>
1. <u>Legaldefinition im AFG</u>	105
1.1 <u>Kapitalanlage nach AFG</u>	105
1.2 <u>Der Grundsatz der Risikoverteilung nach AFG</u>	106
1.3 <u>Kriterium der Fremdverwaltung nach AFG</u>	107
2. <u>Legaldefinition im revAFG</u>	107
3. <u>Legaldefinition im KAG</u>	108
<b><u>§ 11 Vermögen</u></b>	<b>111</b>
1. <u>Allgemeine Begriffsklärung</u>	111
2. <u>Vermögensbegriff i.S. des KAG</u>	111
3. <u>Abgrenzung zu Fremdkapitalinstrumenten</u>	112
<b><u>§ 12 Gemeinschaftlichkeit</u></b>	<b>115</b>
1. <u>Konzeptionelle Ausgangslage</u>	115
2. <u>Allgemeine Begriffsabgrenzung</u>	116
3. <u>Gemeinschaftlichkeit nach Bundesgericht</u>	118
4. <u>Mindestzahl der Anleger</u>	118
5. <u>Ausnahmen von der Gemeinschaftlichkeitsvoraussetzung</u>	119
<b><u>§ 13 Kapitalanlage</u></b>	<b>121</b>
1. <u>Einführende Begriffsklärung</u>	121
2. <u>Funktion des Kapitalanlagebegriffs</u>	121
3. <u>Definition durch das Bundesgericht</u>	122
4. <u>Dauer der Kapitalanlage</u>	123
5. <u>Kapitalanlage als Hauptzweck</u>	124
<b><u>§ 14 Verwaltung auf Rechnung der Anleger (Fremdverwaltung)</u></b>	<b>125</b>
1. <u>Allgemeine Vorbemerkungen</u>	125
2. <u>Begriff der Fremdverwaltung</u>	126
2.1 <u>Verwaltung</u>	127
2.2 <u>Verwaltung für die Rechnung der Anleger</u>	129

---

3.	<a href="#">Rechtspraxis zum Fremdverwahrungskriterium</a>	130
3.1	<a href="#">BGer 2C_571/2009</a>	130
3.2	<a href="#">Würdigung</a>	132
4.	<a href="#">Aktive Verwaltung</a>	134
4.1	<a href="#">Aktive Verwaltung im Sinne der Expertenkommission</a>	135
4.2	<a href="#">Aktive Verwaltung im Sinne des Bundesrates</a>	135
4.3	<a href="#">Aktive Verwaltung im Sinne der Rechtsprechung</a>	136
4.4	<a href="#">Aktive Verwaltung im Sinne der Lehre</a>	136
4.5	<a href="#">Zwischenfazit zur aktiven Verwaltung</a>	137
4.6	<a href="#">Aktive Verwaltung im Zusammenhang mit Exchange Traded Funds</a>	138
a.	<a href="#">Allgemeine Einführung</a>	138
b.	<a href="#">Arten von Exchange Traded Funds</a>	139
c.	<a href="#">Funktionsweise von Exchange Traded Funds</a>	141
d.	<a href="#">Vorteile von Exchange Traded Funds</a>	144
e.	<a href="#">Risiken von Exchange Traded Funds</a>	145
f.	<a href="#">Exchange Traded Funds als kollektive Kapitalanlagen</a>	146
5.	<a href="#">Begriffssynthese</a>	152
<b><a href="#">§ 15 Gleichmässige Befriedigung der Anlagebedürfnisse</a></b>		<b>153</b>
<b><a href="#">§ 16 Offene und geschlossene Anlageformen</a></b>		<b>155</b>
<b><a href="#">§ 17 Ort des Sitzes und der Hauptverwaltung</a></b>		<b>157</b>
<b><a href="#">§ 18 Abgrenzung Strukturierter Produkte</a></b>		<b>159</b>
1.	<a href="#">Vorbemerkungen</a>	159
2.	<a href="#">Begriffsbestimmung und Funktionsweise strukturierter Produkte</a>	159
3.	<a href="#">Regelung strukturierter Produkte im FIDLEG</a>	161
3.1	<a href="#">Überführung vom aKAG in das FIDLEG</a>	161
3.2	<a href="#">FIDLEG bedingte Neuerungen</a>	162
3.3	<a href="#">Kategorien strukturierter Produkte</a>	164
a.	<a href="#">Kapitalgeschützte Produkte</a>	164
b.	<a href="#">Produkte mit Maximalrendite</a>	165
c.	<a href="#">Zertifikate</a>	165
4.	<a href="#">Strukturierte Produkte und der KAG-Geltungsbereich</a>	166
4.1	<a href="#">Grundsätzliche Ausnahme strukturierter Produkte vom KAG-Geltungsbereich</a>	166

4.2	<a href="#">Abgrenzungsfragen</a>	167
a.	<a href="#">Strukturierte Produkte und der Tatbestand einer kollektiven Kapitalanlage</a>	168
b.	<a href="#">Angebot eines strukturierten Produkts und Angebot einer kollektiven Kapitalanlage</a>	169

## **§ 19 Exkurs: Distributed Ledger Technologie und kollektive**

	<b><a href="#">Kapitalanlagen</a></b>	<b>171</b>
1.	<a href="#">Distributed-Ledger und Blockchain Technologie</a>	171
1.1	<a href="#">Allgemeine Einführung</a>	171
1.2	<a href="#">DLT-Mantelerlass</a>	172
1.3	<a href="#">Zweck einer Blockchain</a>	173
2.	<a href="#">Initial Coin Offerings</a>	173
3.	<a href="#">Tokens</a>	174
3.1	<a href="#">Zahlungs-Token/Kryptowährungen</a>	175
3.2	<a href="#">Nutzungs-Token</a>	176
3.3	<a href="#">Anlage-Token</a>	176
4.	<a href="#">Smart Contracts</a>	177
4.1	<a href="#">Begriff und Funktion</a>	177
4.2	<a href="#">Einsatz von Smart Contracts im Bereich kollektiver Kapitalanlagen</a>	178
5.	<a href="#">Abbildung von kollektiven Kapitalanlagen auf einer Blockchain</a>	179
5.1	<a href="#">Vermögen</a>	180
5.2	<a href="#">Gemeinschaftliche Kapitalanlage</a>	180
5.3	<a href="#">Gleichmässige Befriedigung der Anlegerbedürfnisse</a>	181
5.4	<a href="#">Fremdverwaltung</a>	181
6.	<a href="#">Abbildung von Fondsanteilen auf einer Blockchain</a>	182
7.	<a href="#">Investitionen kollektiver Kapitalanlagen in Kryptoassets</a>	183
7.1	<a href="#">Kollektivanlagenrechtliche Rahmenbedingungen</a>	183
7.2	<a href="#">Crypto Market Index Fund</a>	184
8.	<a href="#">«Kryptolibrierung» von kollektiven Kapitalanlagen</a>	184



# Abkürzungsverzeichnis

ABI	Amtsblatt
Abs.	Absatz
AFG	BG vom 1. Juli 1966 bzw. vom 18. März 1994 über die Anlagefonds (aufgehoben, neu KAG)
AFV	Verordnung über die Anlagefonds vom 19. Oktober 1994 (aufgehoben)
AG(s)	Aktiengesellschaft(en)
AIF	Alternative Investment Fund
AIFM	Alternative Investment Fund Manager
AIFM-RL	Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010, ABl. Nr. 147/1 vom 1. Juli 2011
AJP	Aktuelle Juristische Praxis (Zürich)
a.M.	anderer Meinung
aOR	alt OR
AOV	Verordnung über die Aufsichtsorganisationen in der Finanzmarktaufsicht (SR 954.1)
Art.	Artikel
ASV	Verordnung über die Anlagestiftungen (SR 831.403.2)
Aufl.	Auflage
BaFIN	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BankG	BG über die Banken und Sparkassen vom 8. November 1934 (Bankengesetz; SR 952)
BankV	Verordnung über die Banken und Sparkassen vom 17. Mai 1972 (Bankenverordnung; SR 952.02)
BBl	Bundesblatt
Bd.	Band
BEHG	BG über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995 (Börsengesetz; SR 954.1)
BG	Bundesgesetz
BGBL	Bundesgesetzblatt (Deutschland)
BGE	Entscheidungen des Bundesgerichts, amtliche Sammlung
BGer	Bundesgericht
BSK	Basler Kommentar
BVG	BG über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge vom 25. Juni 1982 (SR 831.40)
BVGer	Bundesverwaltungsgericht

## Abkürzungsverzeichnis

---

BVV	Verordnung über die Beaufsichtigung und die Registrierung der Vorsorgeeinrichtungen vom 29. Juni 1983 (SR 831.435.1)
BX Swiss	Berner Börse (ehemalige BX Berne eXchange)
bzw.	beziehungsweise
CHF	Schweizer Franken
d.h.	das heisst
DBG	BG über die direkte Bundessteuer vom 14. Dezember 1990 (SR 642.11)
Diss.	Dissertation
E.	Erwägung(en)
EBK	(ehemalige) Eidgenössische Bankenkommission
EDV	elektronische Datenverarbeitung
EFD	Eidgenössisches Finanzdepartement
EG	Europäische Gemeinschaft
Eidg.	Eidgenössisch(e)
et al.	et alii = und weitere
ETC	Exchange Traded Commodities
etc.	et cetera
ETF(s)	Exchange Traded Fund(s)
EU	Europäische Union
FIDLEG	BG über die Finanzdienstleistungen vom 15. Juni 2018 (Finanzdienstleistungsgesetz, SR 950.1)
FIDLEV	Verordnung über die Finanzdienstleistungen vom 6. November 2019 (Finanzdienstleistungsverordnung, SR 950.11)
FinfraG	BG über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 19. Juni 2015 (Finanzmarktinfrastukturgesetz, SR 958.1)
FinfraV	Verordnung über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 25. November 2015 (Finanzmarktinfrastukturverordnung, SR 958.11)
FINIG	BG über die Finanzinstitute vom 15. Juni 2018 (Finanzinstitutsgesetz, SR 15.073.2)
FINIV	Verordnung über die Finanzinstitute vom 6. November 2019 (Finanzinstitutsverordnung, SR 954.11)
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FINMA-FAQ	Frequently Asked Questions, publiziert durch FINMA
FINMA-RS	FINMA-Rundschreiben
FINMAG	BG über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht vom 22. Juni 2007 (SR 956.1)
Fn.	Fussnote
gem.	gemäss
GesKR	Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht (Zürich)

---

GmbH(s)	Gesellschaft(en) mit beschränkter Haftung
GwG	BG über die Bekämpfung der Geldwäscherei und der Terrorismusfinanzierung im Finanzsektor vom 10. Oktober 1997 (SR 955.0)
h.L.	herrschende Lehre
HRegV	Handelsregisterverordnung vom 17. Oktober 2007 (SR 221.411)
Hrsg.	Herausgeber
i.d.R.	in der Regel
i.S.	im Sinne
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
iNIV	indikativer Nettoinventarwert
inkl.	inklusive
insb.	insbesondere
IPRG	BG über das Internationale Privatrecht vom 18. Dezember 1987 (SR 291)
KAG	BG über die kollektiven Kapitalanlagen vom 23. Juni 2006 (Kollektivanlagengesetz; SR 951.31)
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch vom 4. Juli 2013 (BGBl. I S. 1981), das zuletzt durch Artikel 5 des Gesetzes vom 10. August 2021 (BGBl. I S. 3483) geändert worden ist
KAKV-FINMA	Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über den Konkurs von kollektiven Kapitalanlagen vom 6. Dezember 2012 (Kollektivanlagen-Konkursverordnung-FINMA; SR 951.312)
KKV	Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen vom 22. November 2006 (Kollektivanlagenverordnung; SR 951.311)
KmGK	Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen
KR	Kotierungsreglement der SIX Swiss Exchange AG vom 1. März 2014
lit.	litera
m.a.W.	mit anderen Worten
m.w.H.	mit weiteren Hinweisen
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rats vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (Neufassung), ABl. L 173/349 vom 12. Juni 2014
Mio.	Million
Mrd.	Milliarde
N	Note(n), Randnote(n)
NIV	Nettoinventarwert
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OGAW(IV)-RL	Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rats vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl. L 302 vom 17. November 2009

## Abkürzungsverzeichnis

---

OR	BG betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (SR 220)
OTC	Over-the-Counter
Prospekt-RL	Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/3, ABl. L 345/64 vom 31. Dezember 2003
Prospekt-VO	Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung, ABl. L 168/12 vom 30. Juni 2017
recht	Zeitschrift für juristische Ausbildung und Praxis
RL	Richtlinie
S.	Seite(n)
SBVg	Schweizerische Bankiervereinigung
SDX	SIX Digital Exchange, Zürich
SFA	(ehemalige) Swiss Funds Association
SFAMA (AMAS)	Swiss Funds and Asset Management Association (Asset Management Association Switzerland)
SGFM	St. Galler Schriften zum Finanzmarktrecht (Zürich)
SICAF	Société d'Investissement à Capital Fixe = Investmentgesellschaft mit festem Kapital
SICAV	Société d'Investissement à Capital Variable = Investmentgesellschaft mit variablem Kapital
SIX	SIX Swiss Exchange, Schweizer Börse, Zürich
SJZ	Schweizerische Juristen-Zeitung (Zürich)
SMI	Swiss Market Index
SNB	Schweizerische Nationalbank
sog.	sogenannt
SR	Systematische Rechtssammlung
SSBR	Schweizer Schriften zum Bankrecht (Bern)
SSFMR	Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht (Zürich)
SSHW	Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht (Zürich/St. Gallen)
StabFund	Stabilisation Fund der SNB
SWX	SWX Swiss Exchange, ehemalige Schweizer Börse
SZW	Schweizerische Zeitung für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht (Zürich)
u.E.	unseres Erachtens
VAG	BG betreffend die Aufsicht über Versicherungsunternehmen vom 17. Dezember 2004 (Versicherungsaufsichtsgesetz, VAG; SR 961.01)
XX	

VC	Venture Capital
VE	Vorentwurf
vgl.	vergleiche
z.B.	zum Beispiel
ZGB	Schweizerisches Zivilgesetzbuch vom 10. Dezember 1907 (SR 210)
Ziff.	Ziffer
zit.	zitiert
ZK	Zürcher Kommentar
ZStP	Zürcher Studien zum Privatrecht



# Literaturverzeichnis

- AGNER PETER/JUNG BEAT/STEINMANN GOTTHARD, Kommentar zum Gesetz über die direkte Bundessteuer, Zürich 1995.
- ALOIS RIMLE, Recht des schweizerischen Finanzmarktes. Ein Grundriss für die Praxis, Zürich 2004.
- ASSMANN HEINZ-DIETER/WALLACH EDGAR/ZETZSCHE DIRK (Hrsg.), Kapitalanlagegesetzbuch, Kommentar, Köln 2019 (zit. KAGB-Kommentar-BEARBEITER, § x N y).
- BAIER MICHAEL, Unregulierte Rechtsformen zur Strukturierung von Private Equity-Investitionen. Eine Untersuchung anhand der Akquisitionsgesellschaften im Leveraged Management Buy-Out, Diss. Bern 2018, Zürich/St. Gallen 2019.
- BAKER & MCKENZIE (Hrsg.), Recht der kollektiven Kapitalanlagen, Bern 2007.
- BAKER COLLEEN/WERBACH KEVIN, Blockchain in Financial Services, in: Jelena Madir (Hrsg.), FINTECH. Law and Regulation, Cheltenham, UK/Northampton, MA, USA 2019, 123 ff.
- BALZLI TINA, Blockchain und Kryptowährungen, in: Ulf Klebeck/Günther Dobrauz-Saldapenna (Hrsg.), Rechtshandbuch Digitale Finanzdienstleistungen. FinTechs, Mobile Payment, Crowdfunding, Blockchain, Kryptowährungen, ICOs, Robo-Advice, München 2018, 411 ff.
- BAUMANN DANIEL, Verhaltensregeln im Finanzmarktrecht. Unter besonderer Berücksichtigung des Börsen- und des Kollektivanlagenrechts sowie des geplanten FIDLEG, Diss. Bern = SSFMR Bd. 127, Zürich/Basel/Genf 2018.
- BERNET BEAT, Zwischen Rendite und Risiko. Finanzplanung und Vermögensverwaltung für Private in Turbulenten Zeiten, Zürich 2014.
- BIAGGINI GIOVANNI/HÄNER ISABELLE/SAXER URS/SCHOTT MARKUS (Hrsg.), Fachhandbuch Verwaltungsrecht, Zürich 2015 (zit. FHB Verwaltungsrecht-BEARBEITER N x).
- BIZZOZERO ALESSANDRO/ROBINSON CHRISTOPHER, Cross-border Finanzgeschäfte aus der und in die Schweiz, Zürich 2011.
- BLOCH BENJAMIN/VON DER CRONE HANS CASPAR, Operative Gesellschaft oder kollektive Kapitalanlage? – Entscheidung des Schweizerischen Bundesgerichts 2C\_571/2009 vom 5. November 2010 i.S. Eidgenössische Finanzmarktaufsicht gegen Dr. A. & Co VIII Sachwert-Beteiligung Kommanditgesellschaft, SZW 2/2011, 214 ff.
- BOHRER ANDREAS, «Mission Impossible» im Kollektivanlagenrecht – Die Abgrenzung von kollektiven Kapitalanlagen und operativen Gesellschaften – Besprechung des Urteils 2C\_571/2009 des schweizerischen Bundesgerichts vom 5. November 2010, GesKR 1/2011, 76 ff.
- BÖSCH RENÉ/RAYROUX FRANÇOIS/WINZELER CHRISTOPH/STUPP ERIC (Hrsg.), Basler Kommentar zum Kollektivanlagengesetz, 2. Aufl., Basel 2015 (zit. BSK KAG-BEARBEITER, Art. x N y).
- BRACK URSINA, Formen kollektiver Kapitalanlagen nach dem KAG (Bundesgesetz vom 23. Juni 2006 über die kollektiven Kapitalanlagen), Eine systematische Darstellung, Diss. Freiburg i. Ü. 2008, Bern 2009.
- BRAND DOMENIC OLIVER, Kollektive Immobilienanlagen, Gemeinschaftliche Kapitalanlagen in direkte und indirekte Immobilienwerte unter vergleichender Betrachtung ihrer Anlagevermögen, Diss. Bern 2016 = SSHW Bd. 334, Zürich/St. Gallen 2016.
- BURNISKE CHRIS/TATAR JACK, Cryptoassets. Das Investoren-Handbuch für Bitcoin, Krypto-Token und Krypto-Commocities, München 2018.
- CADOSCH ROGER M. (Hrsg.), Orell Füssli DBG Kommentar (f. d. Schweiz), 2. Aufl., Zürich 2008 (zit. OFK DBG-BEARBEITER, Art. x N y).
- COURVOISIER MATTHIAS/SCHMITZ RONNIE, Grenzfälle kollektiver Kapitalanlagen, SZW 6/2006, 407 ff.

- D'AMELIO ISAIA, Der angepasste Geltungsbereich gemäss revidiertem Kollektivanlagengesetz, GesKR 1/2013, 216 ff.
- EGGEN MIRIAM, Chain of Contracts, AJP 1/2017, 3 ff. (zit. EGGEN, Chain of Contracts)
- EGGEN MIRIAM, Die Regulierung von strukturierten Produkten – eine vergleichende Analyse des geltenden Rechts, SZW 4/2008, 380 ff. (zit. EGGEN, vergleichende Analyse).
- EGGEN MIRIAM, Produktregulierung im Finanzmarktrecht, Habil. Bern 2015 (zit. EGGEN, Produktregulierung).
- EGGEN MIRIAM, Smart Contracts und allgemeine Geschäftsbedingungen, in: Susan Emmenegger/Stephanie Hrubesch-Millauer/Frédéric Krauskopf/Stephan Wolf (Hrsg.), Brücken bauen, Festschrift für Thomas Koller, Bern 2018, 155 ff. (zit. EGGEN, Smart Contracts)
- EGGEN MIRIAM, Strukturierte Produkte im schweizerischen Recht – Eine Untersuchung möglicher regulatorischer Ergänzungen, SZW 2/2011, 121 ff. (zit. EGGEN, strukturierte Produkte).
- EGGEN MIRIAM, Was ist ein Token?, AJP 5/2018, 558 ff. (zit. EGGEN, Token)
- EMCH URS, Der Geltungsbereich des Anlagefondsgesetzes, Diss. Bern 1974 = SSBR Bd. 19, Zürich 1975.
- ENDER TIFFANY, Effekten mit einem rechtlichen und einem wirtschaftlichen Emittenten, Diss. Zürich = ZStP Bd. 274, Zürich 2016.
- ETTERER ALEXANDER/WAMBACH MARTIN/SCHMITT HUBERT-RALPH, Exchange Traded Funds, München 2004.
- FISCHER WILLI/LUTERBACHER THIERRY (Hrsg.), Haftpflichtkommentar. Kommentar zu den schweizerischen Haftpflichtbestimmungen, Zürich/St. Gallen 2016 (HPK-BEARBEITER, Art. x N y).
- FORSTMOSER PETER (Hrsg.), Kommentar zum schweizerischen Anlagefondsgesetz, Bd. I, Zürich 1997 (zit. ZK AFG-Bearbeiter, Art. x N y).
- FORSTMOSER PETER, Zum Geltungsbereich des Anlagefondsgesetzes, Bemerkungen zur neueren Bundesgerichtspraxis, SJZ 82/1986, 53 ff. (zit. FORSTMOSER, Geltungsbereich).
- FORSTMOSER PETER, Zum schweizerischen Anlagefondsgesetz, Bern 1972 (zit. FORSTMOSER, Anlagefondsgesetz).
- FRIEDRICH ALAIN, Venture Capital Gesellschaften und die Bewilligungspflicht als kollektive Kapitalanlage, GesKR 2/2019, 308 ff.
- GARY L. GASTINEAU, Mutual Funds versus Exchange-Traded Funds, in: John A. Haslem (Hrsg.), Mutual Funds. Portfolio Structures, Analysis, Management, and Stewardship, New Jersey 2010, 265 ff.
- GERICKE DIETER/ISLER VANESSA, Private Equity-Fonds und -Gesellschaften: Regulierte und unregulierte Formen, in: Dieter Gericke (Hrsg.), Private Equity III, Struktur und Regulierung von Private Equity-Fonds und -Fondsmanagern im Lichte des revidierten KAG und der AIFM-RL, EIZ Bd. 143, Zürich/Basel/Genf 2013, 7 ff.
- GLARNER ANDREAS/TEVES TAMARA, FinTech, DLT und Blockchain. Sammlung praxisrelevanter schweizerischer Erlasse und Rechtsquellen, Zürich/Basel/Genf 2021.
- GROLIMUND PASCAL, Drittstaatenproblematik des europäischen Zivilverfahrensrechts, Diss. Basel 2000 = Studien zum ausländischen und internationalen Privatrecht 80, Tübingen 2000.
- GUTZWILLER MAX, Geltungsbereich und Anwendungsbereich der Gesetze, in: Anton Heini (Hrsg.), Elemente der Rechtsidee, Basel/Stuttgart 1964, 149 ff.
- GYR ELEONOR, Dezentrale Autonome Organisation DAO. Eine juristische Betrachtungsweise, Jusletter vom 4. Dezember 2017.
- HÄRTSCH THEODOR/EICHHORN ALEXANDER, Kollektivanlagenrecht: Einige Fragen, Antworten und Bemerkungen aus der Praxis, GesKR 4/2018, 436 ff.
- HASENBÖHLER FRANZ (Hrsg.), Recht der kollektiven Kapitalanlagen. Unter Berücksichtigung steuerrechtlicher Aspekte, Zürich 2007.



- 
- HASLEM JOHN A., *Mutual Funds. Risk and Performance Analysis for Decision Making*, Malden/Oxford/Melbourne/Berlin 2003.
- HEBERLEIN ADRIAN, *Die Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (SICAV) und die Investmentgesellschaft mit festem Kapital (SICAF) im Vergleich*, Diss. Zürich 2008 = SSFMR Bd. 91, Zürich/Basel/Genf 2008.
- HESS MARTIN/SPIELMANN PATRICK, *Cryptocurrencies, Blockchain, Handelsplätze & Co. – Digitalisierte Werte unter Schweizer Recht*, in: Thomas U. Reutter/Thomas Werlen (Hrsg.), *Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XII*, Europa Institut Zürich Bd. 182, Zürich 2017, 145 ff.
- HOFERT EDUARD, *Regulierung der Blockchains. Hoheitliche Steuerung der Netzwerke im Zahlungskontext*, Diss. Hamburg = Internet und Gesellschaft Bd. 14, Tübingen 2018.
- HUTTERLI SILVIO, *Strukturierte Produkte, Ausgestaltung, Emission und Handel aus rechtlicher Sicht*, Diss. St. Gallen 2008 = SGFM Bd. 3, Zürich/St. Gallen 2008.
- IMBACH HAUMÜLLER DIANA, *Der «L-QIF» steht vor der Tür – eine Innovation im Schweizer Kollektivanlagenrecht*, GesKR 4/2020, 492 ff.
- JOSURAN ANDREAS/ISLER VANESSA, *Änderungen beim Vertrieb kollektiver Kapitalanlagen unter dem FIDLEG/FING*, GesKR 2/2016, 205 ff.
- JUNG PETER/KUNZ PETER V./BÄRTSCHI HARALD, *Gesellschaftsrecht*. Zürich 2016.
- JUTZI THOMAS/MÜLLER JANINE, *Inländische Exchange Traded Funds (ETF), Überregulierung eines (fast) risikolosen Anlageinstruments?*, GesKR 4/2017, 418 ff.
- JUTZI THOMAS/SCHÄREN SIMON, *Erfassung bewilligungspflichtiger Gruppensachverhalte in der Finanzmarktaufsicht*, GesKR 3/2012, 411 ff. (zit. JUTZI/SCHÄREN, Gruppensachverhalte).
- JUTZI THOMAS/SCHÄREN SIMON, *Grundriss des schweizerischen Kollektivanlagenrechts*, Bern 2014 (zit. JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht).
- JUTZI THOMAS/WESS KSENIA/SIERADZKI DAMIAN, *Das Kollektivanlagenrecht im Lichte der neuen Finanzmarktarchitektur. Unter besonderer Berücksichtigung der europäischen Rechtsordnung*, Jusletter vom 29. Juni 2020 (zit. JUTZI/WESS/SIERADZKI Kollektivanlagenrecht).
- JUTZI THOMAS/WESS KSENIA/SIERADZKI DAMIAN, *Die neue Finanzmarktarchitektur im europäischen Regulierungskontext*, AJP 5/2020, 572 ff. (zit. JUTZI/WESS/SIERADZKI Finanzmarktarchitektur)
- KARLEN PETER, *Schweizerisches Verwaltungsrecht. Gesamtdarstellung unter Einbezug des europäischen Kontextes*, Zürich 2018.
- KÖFLER KATHRIN, *Exchange Traded Funds*, Stuttgart 2004.
- KUHN HANS, *Primärmarktregulierung*, in: Rolf H. Weber/Hans Kuhn (Hrsg.), *Entwicklungen im Schweizer Blockchain-Recht*, Basel 2021, 131 ff.
- KÜHNE ARMIN, *Bewilligungspflicht gemäss Anlagefondsgesetz*, Diss. Zürich 2002 = SSBK Bd. 66, Zürich 2002 (zit. KÜHNE, Bewilligungspflicht).
- KÜHNE ARMIN, *Recht der kollektiven Kapitalanlagen in der Praxis. Unter Berücksichtigung von Anlagestiftungen und strukturierten Produkten*, 2. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2015 (zit. KÜHNE, Praxis).
- KUNZ PETER V., *Unternehmensgruppen: Konzernbegriffe sowie Konzernqualifikation*, ZBJV 148/2012, 354 ff. (zit. KUNZ, Konzernbegriffe).
- LANDERT RAINER, *Fonds und andere Kollektivanlagen, Investmentfonds – die Idee besticht*, 3. Aufl., Zürich 2015.
- LEZZI LUKAS, *Regulierung und Aufsicht über kollektive Kapitalanlagen für alternative Anlagen*, Diss. Zürich 2012 = SSFMR Bd. 104, Zürich/Basel/Genf 2012.
- LUCHSINGER GÄHWILER CATRINA, *Der Vertrieb von Fondsanteilen unter besonderer Berücksichtigung des Anlegerschutzes*, Diss. Zürich 2003 = SSBK Bd. 76, Zürich 2004 (zit. LUCHSINGER GÄHWILER, Vertrieb).

- LUCHSINGER GÄHWILER CATRINA, Die SICAF, Versuch einer Grenzziehung anhand der Immobiliengesellschaft, in: Patrik R. Peyer/Gaudenz G. Zindel/Bertrand G. Schott (Hrsg.), *Wirtschaft in Bewegung*, Festgabe zum 65. Geburtstag von Peter Forstmoser, Zürich 2008, 281 ff. (zit. LUCHSINGER GÄHWILER, SICAF).
- LUCHSINGER GÄHWILER CATRINA, ETF's und andere passive Finanzinstrumente am Kapitalmarkt, in: Thomas U. Reutter/Thomas Werlen (Hrsg.), *Kapitalmarkttransaktionen VII*, Europa Institut Zürich, Bd. 131, Zürich 2012, 23 ff. (zit. LUCHSINGER GÄHWILER, passive Finanzinstrumente).
- LÜSCHER ALICE, Die beiden Arten der Beiratschaft, Diss. Bern = ASR Bd. 212, Bern 1944.
- LÜSCHER-MARTY MAX, *Traditionelle Investments und Fundamentalanalyse*, Zürich 2012.
- LUTHIGER RETO/KUHN HANS, Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen, in: Rolf H. Weber/Hans Kuhn (Hrsg.), *Entwicklungen im Schweizer Blockchain-Recht*, Basel 2021, 199 ff.
- MACCABE KEVIN, Die Abbildung von Vermögenswerten durch Anlage-Tokens, Diss. Basel 2019 = *Basler Studien zur Rechtswissenschaft* Bd. 135, Basel 2019.
- MEYER STEPHAN D./SCHUPPLI BENEDIKT, «Smart Contracts» und deren Einordnung in das schweizerische Vertragsrecht, *recht 3/2017*, 204 ff.
- MÜLLER RICHARD C., Die Investmentgesellschaft, eine Untersuchung über die körperschaftlich organisierte kollektive Kapitalanlage unter besonderer Berücksichtigung des Bundesgesetzes über die Anlagefonds, Diss. St. Gallen 2001 = *SSHW* Bd. 208, Zürich 2001 (zit. MÜLLER, Investmentgesellschaft).
- NÄGEL THOMAS, Der persönliche und sachliche Geltungsbereich des schweizerischen Geldwäschereigesetzes (GwG) mit rechtsvergleichenden Hinweisen zu internationalen Standards, dem Recht der Europäischen Union und dem deutschen Recht, Diss. Bern = *SSFM* Bd. 132, Zürich/Basel/Genf 2020.
- PAJER DANIEL/SIMONE RAFFAEL/SPILLMANN JEAN-CLAUDE, Auswirkungen von FINIG und FIDLEG auf das Kollektivanlagenrecht, *EF* 2020, 25 ff.
- PREINER CHRISTINA DELIA, Grenzen privater Vermögensverwaltung. Family-Offices und Familienprivilegien im Schweizer Finanzmarktrecht, Diss. Zürich = *SSFMR* Bd. 133, Zürich 2020.
- RICHARD HAYEN, *Blockchain and Fintech. A Comprehensive Blueprint to Understanding Blockchain & Financial Technology*, North Charleston 2017.
- RÜFENACHT YANNICK D., Tokenisierte Anteile an Kunstfonds. Zur Eignung von Registerwertrechten und Kryptowährungen in kollektiven Kapitalanlagen, *Jusletter* vom 3. Mai 2021.
- RUTISHAUSER DANIEL/KUBLI RALF/WEBER ROLF H., Grundlagen, in: Rolf H. Weber/Hans Kuhn (Hrsg.), *Entwicklungen im Schweizer Blockchain-Recht*, Basel 2021, 9 ff.
- SCHALLER JEAN-MARC, Der Einsatz strukturierter Produkte in der Vermögensverwaltung, *recht 4/2012*, 102 ff. (zit. SCHALLER, strukturierte Produkte).
- SCHÄREN SIMON, Bewilligung und Genehmigung von Exchange Traded Funds (ETFs) gemäss Kollektivanlagengesetz, *AJP* 3/2012, 341 ff. (zit. SCHÄREN, ETF).
- SCHÄREN SIMON, Unterstellungsfragen im Rahmen der Genehmigungs- und Bewilligungspflicht gemäss Kollektivanlagengesetz, unter rechtsvergleichender Berücksichtigung des Rechts der EG, Luxemburgs und Liechtensteins, Diss. Bern 2010 = *SSFMR* Bd. 99, Zürich/Basel/Genf 2011 (zit. SCHÄREN, Unterstellungsfragen).
- SCHLEIFFER PATRICK/FISCHER DAMIAN, Grenzüberschreitende Platzierungen in die Schweiz, in: Thomas U. Reutter/Thomas Werlen (Hrsg.), *Kapitalmarkttransaktionen VII*, EIZ Bd. 131, Zürich/Basel/Genf 2012, 165 ff.
- SCHLEIFFER PATRICK/REINWALD URS/SCHÄRLI PATRICK, Der Vertrieb von Private Equity-Fonds unter dem revidierten Kollektivanlagengesetz, in: Dieter Gericke (Hrsg.), *Private Equity III, Struktur und Regulierung von Private Equity-Fonds und -Fondsmanagern im Lichte des revidierten KAG und der AIFM-RL*, EIZ Bd. 143, Zürich/Basel/Genf 2013, 133 ff.

- SCHMID DOMINIK, *Rechtliche Grundlagen der Vermögensverwaltung. Eine Untersuchung zur Bedeutung der Begriffe «Verwaltung» und «Vermögen» im schweizerischen Privatrecht*, Diss. Bern = ASR Bd. 790, Bern 2013 (zit. SCHMID, *Vermögensverwaltung*).
- SCHNEIDER JACQUES-ANDRÉ/GEISER THOMAS/GÄCHTER THOMAS (Hrsg.), *Stämpfli Kommentar zum schweizerischen Sozialversicherungsrecht, BVG und FZG, Bundesgesetze über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge sowie über die Freizügigkeit in der beruflichen Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge*, 2. Aufl., Bern 2019 (zit. SK Sozialversicherungsrecht BVG-BEARBEITER, Art. x N y).
- SCHÖNFELD CHRISTIAN, *Kollektive Kapitalanlagen in Krisensituationen*, Diss. St. Gallen 2016 = SGFM Bd. 12, Zürich/St. Gallen 2016.
- SCHREDER TIM, *Das neue Geld. Bitcoin, Kryptowährungen und Blockchain verständlich erklärt*, München 2018.
- SESTER PETER/BRÄNDLI BEAT/BARTHOLET OLIVER/SCHILTKNECHT RETO (Hrsg.), *Finanzmarktaufsicht und Finanzmarktinfrastrukturen*. St. Galler Handbuch zum Schweizer Finanzmarktrecht, Zürich/St. Gallen 2018 (zit. SGHB Finanzmarktrecht I-BEARBEITER, § x N y).
- VOGEL ALEXANDER/LUTHIGER RETO, *Wie weit sind Immobiliengesellschaften dem KAG und dem GWG unterstellt?*, EF 8/15, 597 ff.
- WATTER ROLF/BAHAR RASHID (Hrsg.), *Basler Kommentar zum Finanzmarktaufsichtsgesetz/Finanzmarktinfrastrukturgesetz*, 3. Aufl., Basel 2018. (zit. BSK FINMAG-BEARBEITER, Art. x N y, oder FinfraG-BEARBEITER, Art. x N y).
- WEBER ROLF H., *Blockchain Technology, Smart Contracts and Virtual Currencies*, in: Alberto De Franceschi/Reiner Schulze (Hrsg.), *Digital Revolution – New Challenges for Law. Data Protection, Artificial Intelligence, Smart Products, Blockchain Technology and Virtual Currencies*, München 2019, 299 ff.
- WICKI MARC, *Der börsliche Handel mit Anlagefondsanteilen aus Sicht des Anlagefondsgesetzes unter besonderer Berücksichtigung der Exchange-Traded Funds (ETF)*, Diss. Zürich 2003 = SSBR Bd. 75, Zürich/Basel/Genf 2003.
- WIDMER HELENE, *Die Erbgemeinschaft*, Diss. Zürich 1925, Zug 1926.
- ZETZSCHE DIRK (Hrsg.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive, International Banking and Finance Law Series*, 2. Aufl., AH Alphen an den Rijn 2015 (zit. AIFMD-Bearbeiter, S. X).
- ZETZSCHE DIRK, *Prinzipien der kollektiven Vermögensanlage*, Habil. Düsseldorf 2011 = JusPriv 192, Tübingen 2015 (zit. ZETZSCHE, *Prinzipien*).
- ZOLLINGER MARKUS, *Das (kaufmännische) Unternehmen. Eruiierung des zivilrechtlichen Begriffs des (nach kaufmännischer Art geführten) Gewerbes unter Berücksichtigung kartell-, straf-, steuer- sowie sozialversicherungsrechtlicher Unternehmens- und Erwerbstätigkeitsbegriffe*, Diss. Zürich = SSHW Bd. 347, Zürich/St. Gallen 2019.
- ZWEIFEL MARTIN/BEUSCH MICHAEL (Hrsg.), *Basler Kommentar zum Schweizerischen Steuerrecht. Bundesgesetz über die direkte Bundessteuer*, 3. Aufl., Basel 2016 (zit. BSK DBG-BEARBEITER, Art. x B y).



# Materialienverzeichnis

## **Botschaften:**

Botschaft zum Entwurf eines Bundesgesetzes über die Anlagefonds vom 23. November 1965, BBl 1965, 258 ff. (zit. Botschaft AFG 1965)

Botschaft zum revidierten Anlagefondsgesetz vom 14. Dezember 1992, BBl 1993 I, 217 ff. (zit. Botschaft AFG 1992).

Botschaft zum Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz) vom 23. September 2005, BBl 2005, 6395 ff. (zit. Botschaft KAG 2005).

Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht und Rechnungslegungsrecht sowie Anpassungen im Recht der Kollektiv- und der Kommanditgesellschaft, im GmbH-Recht, Genossenschafts-, Handelsregister- sowie Firmenrecht) vom 21. Dezember 2007, BBl 08.011 (zit. Botschaft OR 2007).

Botschaft über die Änderung des Kollektivanlagengesetzes (KAG) vom 2. März 2012, BBl 2012, 3639 ff. (zit. Botschaft KAG 2012).

Botschaft zum Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) und zum Finanzinstitutsgesetz (FINIG) vom 4. November 2015, BBl 2015, 8901 ff. (zit. Botschaft FIDLEG/FINIG 2015).

Botschaft zur Änderung des Kollektivanlagengesetzes (Limited Qualified Investor Fund; L-QIF) vom 19. August 2020, BBl 2020, 6885 ff. (zit. Botschaft L-QIF 2020).

Entwurf zur Botschaft zum Bundesgesetz zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Technik verteilter elektronischer Register (zit. Entwurf zur Botschaft zum DLT-Gesetz).

## **Anhörungs- und Erläuterungsberichte:**

Erläuterungsbericht samt Gesetzesentwurf zur Totalrevision des Bundesgesetzes über die Anlagefonds vom 18. März 1994 der vom Eidg. Finanzdepartement eingesetzten Expertenkommission vom November 2003 (zit. Erläuterungsbericht KAG 2003).

Erläuterungsbericht zur Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen (KKV) vom 22. November 2006 (zit. Erläuterungsbericht KKV 2006).

Erläuterungen Finanzdienstleistungsverordnung (FIDLEV), Finanzinstitutsverordnung (FINIV) und Aufsichtsorganisationenverordnung (AOV) vom 6. November 2019 (zit. Erläuterungsbericht FIDLEV/FINIV/AOV 2019).

Erläuterungen Verordnung des Bundesrates zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Technik verteilter elektronischer Register vom 18. Juni 2021 (zit. Erläuterungen DLT-Verordnung)

Bericht des Bundesrats vom 14. Dezember 2018. Rechtliche Grundlagen für Distributed Ledger-Technologie und Blockchain in der Schweiz. Eine Auslegeordnung mit Fokus auf dem Finanzsektor (zit. Blockchain-Bericht 2018)

## **Regularien der FINMA:**

### **a. Mitteilungen:**

FINMA-Mitteilung 16/2010 vom 1. Dezember 2010, Kollektive Kapitalanlagen – Märkte (zit. FINMA-Mitteilung 16/2010).

FINMA-Mitteilung 29/2011 vom 21. September 2011, Kollektive Kapitalanlagen und Vertrieb – Märkte (zit. FINMA-Mitteilung 29/2011).

FINMA-Mitteilung 49/2013 vom 14. August 2013, Produkte und Vertrieb – Märkte (zit. FINMA-Mitteilung 49/2013).

FINMA-Mitteilung 04/2017 vom 29. September 2017, Aufsichtsrechtliche Behandlung von Initial Coin Offerings (zit. FINMA-Mitteilung 04/2017).

**b. Rundschreiben:**

FINMA-Rundschreiben 2008/37 Delegation von Aufgaben durch die Fondsleitung/SICAV vom 20. November 2008, aufgehoben (zit. FINMA-RS 2008/37 «Delegation»).

**c. Berichte und Positionspapiere:**

FINMA-Wegleitung für Unterstellungsanfragen betreffend Initial Coin Offerings (ICOs) vom 16. Februar 2018 (zit. FINMA-Wegleitung ICO).

**d. FINMA-FAQ:**

FINMA-FAQ Strukturierte Produkte vom 23. Dezember 2010 (zit. FINMA-FAQ Strukturierte Produkte).

**e. Wegleitungen:**

Wegleitung für Unterstellungsanfragen betreffend Initial Coin Offerings (ICOs). Ausgabe vom 16. Februar 2018 (zit. FINMA Wegleitung ICOs)

**Regularien der SFAMA:**

Richtlinie für Pflichten im Zusammenhang mit der Erhebung von Gebühren und der Belastung von Kosten sowie deren Verwendung (Transparenzrichtlinie) vom 22. Mai 2014 (zit. SFAMA-Transparenzrichtlinie).

**Regularien der SBVg:**

Richtlinie der SBVg über die Information der Anlegerinnen und Anleger zu strukturierten Produkten vom September 2014 (zit. SBVg-RL Strukturierte Produkte).

## § 1 Einleitung

Mit dem Inkrafttreten des KAG am 1. Januar 2007 erfolgte in der Schweizer Fondsgesetzgebung eine konzeptionelle Neuausrichtung, indem sämtliche Formen der kollektiven Kapitalanlage gesetzlich erfasst und neue Rechtsformen geschaffen wurden.<sup>1</sup> Gestützt auf den Grundsatz «same business, same risks, same rules» wurde eine generelle Regelung der kollektiven Kapitalanlagen kreiert, wobei insbesondere ein Gleichlauf mit dem internationalen Regulierungstrend und damit eine erhöhte Standortattraktivität beabsichtigt wurden.<sup>2</sup> Mit der Ausweitung des KAG-Geltungsbereichs sollte der vertragliche Anlagefonds seine «Monopolstellung» verlieren und neben eine umfangreichere Palette an Rechtsformen und Modalitäten treten, die auch geschlossene Formen der kollektiven Kapitalanlage erfasst.<sup>3</sup>

Ein Blick auf die genehmigten schweizerischen kollektiven Kapitalanlagen zeigt indes, dass die Entwicklung der geschlossenen Anlagevehikel in der Praxis bescheiden ausfällt. Von total 1839 genehmigten schweizerischen kollektiven Kapitalanlagen sind aktuell 19 als geschlossene kollektive Kapitalanlagen zugelassen.<sup>4</sup> Aus den vielzähligen Ursachen für diese bescheidene Entwicklung sticht u.E. ein zentraler Auslöser hervor: Bis heute wurde der «Kehrseite» des umfassenden regulatorischen Ansatzes – dem Vorliegen einer gewerbepolizeilichen Bewilligungspflicht für alle kollektiven Kapitalanlagen und Personen, die diese aufbewahren und vertreten – aus regulatorischer Sicht nur unzureichend Rechnung getragen.<sup>5</sup> Die logische Folge bilden Rechtsunsicherheit für Branchenteilnehmer sowie eine partiell unsystematische Rechtsprechungspraxis, die sich negativ auf die Entwicklung des Schweizer Fondsstandorts auswirken.

Hinzu kommt, dass sich im Verlaufe der Zeit unterschiedliche Lehrmeinungen zur Abgrenzung kollektiver Kapitalanlagen von operativen Gesellschaften sowie Holdinggesellschaften oder Venture Capital bzw. Private Equity Gesell-

---

<sup>1</sup> Botschaft KAG 2005 6408.

<sup>2</sup> Botschaft KAG 2005 6413.

<sup>3</sup> Botschaft KAG 2005 6413.

<sup>4</sup> Vgl. die Liste der von der FINMA bewilligten schweizerischen kollektiven Kapitalanlagen, abrufbar unter <<https://finma.ch/de/finma-public/bewilligte-institute-personen-und-produkte/>> (abgerufen am 20. September 2021).

<sup>5</sup> Vgl. hierzu bereits SCHÄREN, Unterstellungsfragen 1.

schaften herausbildeten.<sup>6</sup> Diese Entwicklung wurde im Zuge der jüngsten Revision des KAG berücksichtigt, indem eine eher vage Definitionsbestimmung operativer Gesellschaften in die KKV aufgenommen wurde.<sup>7</sup>

- 4 All dies veranlasste die Autoren dazu, den Lesern dieses Textes eine Art rechtliche Orientierungshilfe im risikobehafteten Durcheinander des KAG-Geltungsbereichs – namentlich dem unbeabsichtigten Ausüben einer grundsätzlich unterstellungspflichtigen Tätigkeit – zu bieten. Gewählt wurde hierfür folgende Vorgehensweise:
- 5 Nachdem zunächst einige grundlegende Ausführungen zum Geltungsbereich eines Erlasses und der rechtshistorischen Entwicklung des KAG-Geltungsbereichs erfolgen,<sup>8</sup> wird der Geltungsbereich des KAG unterteilt in dessen sachliche,<sup>9</sup> persönliche,<sup>10</sup> territoriale<sup>11</sup> und zeitliche<sup>12</sup> Dimension erörtert. Daraufhin werden die gesetzlich vorgesehenen Ausnahmen vom KAG-Geltungsbereich eingehend betrachtet,<sup>13</sup> wobei die Ausnahme operativer Gesellschaften aufgrund der besonderen Praxisrelevanz eine Sonderrolle einnimmt.<sup>14</sup> Eingegangen wird hier insbesondere auf die unterschiedlichen Abgrenzungsansätze, die sich in der Doktrin herausgebildet haben<sup>15</sup> sowie auf die massgebende bundesgerichtliche Rechtsprechung.<sup>16</sup>
- 6 In der Schweizer Kollektivanlagenrechtsordnung wird der Geltungsbereich des Gesetzes und die Legaldefinition einer kollektiven Kapitalanlage in zwei unterschiedlichen Bestimmungen geregelt.<sup>17</sup> Da ein systematisches Bindeglied zwischen der Legaldefinition und der Frage des Geltungsbereichs besteht,<sup>18</sup> erörtern wir eingehend die Tatbestandsmerkmale einer kollektiven Kapitalan-

---

<sup>6</sup> Vgl. unten, [N 102 ff.](#)

<sup>7</sup> Vgl. unten, [N 154.](#)

<sup>8</sup> Vgl. unten, [N 8 ff.](#) und [15 ff.](#)

<sup>9</sup> Vgl. unten, [N 28 ff.](#)

<sup>10</sup> Vgl. unten, [N 44 ff.](#)

<sup>11</sup> Vgl. unten, [N 53 ff.](#)

<sup>12</sup> Vgl. unten, [N 69 ff.](#)

<sup>13</sup> Vgl. unten, [N 78 ff.](#)

<sup>14</sup> Vgl. unten, [N 96 ff.](#)

<sup>15</sup> Vgl. unten, [N 102 ff.](#)

<sup>16</sup> Vgl. unten, [N 113 ff.](#)

<sup>17</sup> Vgl. Art. 2 (Geltungsbereich) sowie Art. 7 Abs. 1 (Legaldefinition).

<sup>18</sup> Vgl. zum systematischen Konnex zwischen dem Geltungsbereich und der Legaldefinition unten, [N 231 f.](#)



---

lage (Vermögen,<sup>19</sup> Gemeinschaftlichkeit,<sup>20</sup> Kapitalanlage,<sup>21</sup> Fremdverwaltung<sup>22</sup> und Befriedigung der Anlegerbedürfnisse in gleicher Weise<sup>23</sup>). Hierbei wird auch untersucht, ob und inwiefern Exchange Traded Funds (ETF) unter den Geltungsbereich des KAG fallen.<sup>24</sup>

Abgerundet wird die vorliegende Schrift mit einer Abgrenzung strukturierter Produkte von kollektiven Kapitalanlagen<sup>25</sup> sowie einem Exkurs zu den Bezugspunkten zwischen der Distributed Ledger Technologie und dem Anwendungsbereich des KAG.<sup>26,27</sup>

7

---

<sup>19</sup> Vgl. unten, [N 246 ff.](#)

<sup>20</sup> Vgl. unten, [N 251 ff.](#)

<sup>21</sup> Vgl. unten, [N 267 ff.](#)

<sup>22</sup> Vgl. unten, [N 280 ff.](#)

<sup>23</sup> Vgl. unten, [N 358 ff.](#)

<sup>24</sup> Vgl. unten, [N 317 ff.](#)

<sup>25</sup> Vgl. unten, [N 364 ff.](#)

<sup>26</sup> Vgl. unten, [N 396 ff.](#)

<sup>27</sup> Ausgeklammert werden vorliegend die Abgrenzung zwischen kollektiven Kapitalanlagen und Family-Office-Vehikeln (vgl. dazu statt vieler PREINER 144 ff.); die Abgrenzung bewilligungspflichtiger Gruppensachverhalte (vgl. dazu etwa JUTZI/SCHÄREN, Gruppensachverhalte 414 ff.) sowie die Abgrenzung von internen Sondervermögen i.S.v. Art. 71 FIDLEG.



# I. Teil

## Der Geltungsbereich des KAG



## § 2 Grundlagen

### 1. Der Geltungsbereich eines Erlasses

Der Geltungsbereich entspricht der «Einbettung» eines Erlasses in sein rechtliches Umfeld<sup>28</sup> und zeigt dadurch seine «Endlichkeit» auf.<sup>29</sup> Er grenzt im weiten Sinne diejenigen Verhältnisse, die von einem spezifischen Gesetz erfasst sind, von den nicht erfassten ab, und offenbart damit, auf welche Sachverhalte ein Gesetz anwendbar ist.<sup>30</sup> Der Geltungsbereich des KAG erfüllt diese Abgrenzungsfunktion, indem genehmigungs- und bewilligungsfreie Produkte und Institute von der Unterstellung unter das KAG ausgenommen werden. Aus funktionaler Sicht versucht der Geltungsbereich damit zu vermeiden, dass die spezialgesetzlichen Vorschriften des KAG auf Produkte und Institute Anwendung finden, bei denen dies sachlich nicht gerechtfertigt ist.<sup>31</sup> Um bei Unterstellungsfragen des KAG Rechtssicherheit zu erhalten, besteht für die entsprechenden Marktteilnehmer die Möglichkeit, bei der FINMA eine sog. Nichtunterstellungsanfrage einzureichen.<sup>32</sup>

In diesem Zusammenhang ist zu erwähnen, dass das KAG im Unterschied zu anderen Finanzmarkterlassen zwischen aufsichtsrechtlicher Bewilligung und Genehmigung unterscheidet. Eine Bewilligungspflicht besteht für denjenigen, der eine kollektive Kapitalanlage bildet, betreibt oder aufbewahrt (sog. Bewilligungsträger).<sup>33</sup> Die Genehmigungspflicht bezieht sich auf den Umstand, dass die massgebenden Dokumente einer kollektiven Kapitalanlage einer Genehmi-

---

<sup>28</sup> GROLIMUND N 30.

<sup>29</sup> GUTZWILLER 149.

<sup>30</sup> Ähnlich JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 66.

<sup>31</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 70.

<sup>32</sup> Diese hat grundsätzlich schriftlich zu erfolgen und darf nicht anonymisiert sein, vgl. dazu HÄRTSCH/EICHHORN 436 ff.

<sup>33</sup> Art. 13 Abs. 1 KAG. Zur Rechtslage vor Inkrafttreten des FIDLEG/FINIG-Gesetzespakets vgl. KÜHNE, Praxis § 3 N 215.

gung bedürfen (sog. Produktgenehmigung).<sup>34</sup> Sowohl die Bewilligung als auch die Genehmigung wird von der FINMA gewährt.<sup>35</sup> Damit gilt, dass nicht nur die durch das KAG regulierten Institutionen einer Aufsicht unterstehen, sondern auch die von diesen erstellten Produkte (sog. doppelte Aufsicht).<sup>36</sup>

- 10 Üblicherweise wird der Geltungsbereich in eine sachliche, eine personelle, eine räumliche und eine zeitliche Dimension untergliedert.<sup>37</sup> Vorwegnehmend muss diesbezüglich jedoch auf folgende kollektivanlagenrechtliche Besonderheit hingewiesen werden: Da die Feststellung des Geltungsbereichs des KAG oft von sachlichen, persönlichen und räumlichen Kriterien gleichzeitig abhängt, ist eine geschlossene Untersuchung anhand dieser Abgrenzungsmethoden nicht immer zielführend.<sup>38</sup> Da ein spezifischer Geltungsbereich oftmals Berührungspunkte zu den übrigen Geltungsbereichen aufweist,<sup>39</sup> lassen sich kollektivanlagenrechtliche Anwendungsfragen nicht isoliert aufgrund sachlicher, räumlicher oder persönlicher Kriterien klären. Erforderlich ist vielmehr ein «problem- und schwerpunktbezogener Ansatz», anhand dessen sachgerecht zwischen der Genehmigungspflicht für das in Frage stehende Produkt und der Bewilligungspflicht für das in Frage stehende Institut differenziert werden kann.<sup>40</sup>
- 11 In der Literatur können deshalb unterschiedliche systematische Darlegungsvarianten zum KAG-Geltungsbereich beobachtet werden. Gewisse Autoren unterscheiden nur zwischen dem sachlichen und dem örtlichen Geltungsbereich, wobei unter dem Begriff des sachlichen Geltungsbereichs auch Aspekte

---

<sup>34</sup> Art. 15 Abs. 1 KAG. Zur Rechtslage vor Inkrafttreten des FIDLEG/FINIG-Gesetzespakets vgl. KÜHNE, Praxis § 3 N 215. Genehmigungspflichtig sind folgende Dokumente: der Kollektivanlagevertrag des Anlagefonds (Art. 15 Abs. 1 lit. a KAG); die Statuten und das Anlagereglement der SICAV (Art. 15 Abs. 1 lit. b KAG); der Gesellschaftsvertrag der Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (Art. 15 Abs. 1 lit. c KAG); der Gesellschaftsvertrag der Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (Art. 15 Abs. 1 lit. d KAG); die entsprechenden Dokumente ausländischer kollektiver Kapitalanlagen, die nicht qualifizierten Anlegern angeboten werden (Art. 15 Abs. 1 lit. e KAG).

<sup>35</sup> Vgl. Art. 13 Abs. 1 und Art. 15 Abs. 1 KAG.

<sup>36</sup> BRAND, § 5 N 26; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 5.

<sup>37</sup> Vgl. etwa BAUMANN, N 47 ff.; GUTZWILLER 149; NAGEL § 3 N 151; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 66; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 16.

<sup>38</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 67.

<sup>39</sup> BAUMANN, N 47.

<sup>40</sup> Vgl. dazu eingehend SCHÄREN, Unterstellungsfragen 23; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 67.

des persönlichen Geltungsbereichs in vermengter Form abgehandelt werden.<sup>41</sup> Andere prüfen Art. 2 vor allem mit Blick auf den sachlichen Geltungsbereich und äussern sich in diesem Zuge auch zu persönlichen und territorialen Zusammenhängen.<sup>42,43</sup>

Die Kollektivanlagenrechtsordnungen europäischer Nachbarstaaten kennen nicht zuletzt aus den zuvor genannten Gründen keine explizite Regelung des Anwendungsbereichs i.S.v. Art. 2. Zwar regelt etwa der § 2 des deutschen KAGB – ähnlich wie in der Schweiz – die Ausnahmen vom KAGB-Anwendungsbereich. Eine explizite Deutung des Anwendungsbereichs findet sich jedoch nicht, denn der § 1 KAGB enthält nur die Definitionen. Der KAGB-Geltungsbereich wird indirekt aus den Aufsichtsaufgaben der BaFin gem. §§ 5 f. KAGB sowie den Registrierungspflichten gem. § 44 KAGB abgeleitet.<sup>44</sup> 12

Mit den zuvor erwähnten Vorbehalte wird nachfolgend der Geltungsbereich nach Art. 2, insb. im Bestreben um einen geeigneten Überblick, dennoch anhand der klassischen Unterscheidungskriterien untersucht. 13

Es ist zudem darauf hinzuweisen, dass die nachfolgenden Ausführungen zum Geltungsbereich grundsätzlich auf dessen systematischen Bezugspunkte innerhalb der Kollektivanlagenrechtsordnung beschränkt sind. Um den Geltungsbereich zufriedenstellend darzustellen, wird es jedoch nötig sein, i.S. einer Gesamtschau jeweils kurz auf die einzelnen Tatbestandsmerkmale von Art. 2 Abs. 1 lit. a-f einzugehen. 14

## 2. Entwicklung des KAG-Geltungsbereichs

### 2.1 Vom AFG bis zum revKAG 2013

Der Ausgangspunkt des heute in Art. 2 normierten KAG-Geltungsbereichs, liegt in Art. 1 aAFG begründet. Das aAFG von 1966 erfasste «nur» Anlagefonds, deren Leitungen ihren Sitz in der Schweiz hatten,<sup>45</sup> wobei der Bundesrat Sondervermögen, die ähnlich wie Anlagefonds ausgestaltet waren, dem aAFG un- 15

---

<sup>41</sup> So etwa BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 1 ff.

<sup>42</sup> So etwa KÜHNE, Praxis § 2 N 114 ff. Vgl. zu den unterschiedlichen Darlegungsvarianten des KAG-Geltungsbereichs auch BRAND § 5 N 27 ff.

<sup>43</sup> Wird im Fliesstext auf die Angabe des Gesetzes verzichtet, so ist stets das KAG gemeint.

<sup>44</sup> KAGB-Kommentar-ZETZSCHE, § 2 N 1 f.

<sup>45</sup> Art. 1 Abs. 1 aAFG.

terstellen konnte.<sup>46</sup> Damit waren weder gesellschaftsrechtlich organisierte Kollektivvermögen noch Fondsleitungen, die ihren Sitz im Ausland hatten, vom Regime des aAFG berührt.<sup>47</sup> Dem Bundesrat stand es jedoch offen, Vorschriften über ausländische Anlagefonds zu erlassen, für die in der Schweiz öffentlich geworben wurde.<sup>48</sup> Folglich konnte er die Werbung in der Schweiz beispielsweise von der Veröffentlichung eines detaillierten Rechenschaftsberichts oder dem Gewährleisten einer einwandfreien Revision abhängig machen.<sup>49</sup>

- 16 Indem der Gesetzgeber dem Bundesrat die Möglichkeit einräumte, Vorschriften über ausländische Fonds für die in der Schweiz geworben wurde, zu erlassen, war er bestrebt, einer Abwanderung schweizerischer Fondsleitungen in Länder ohne staatliche Aufsicht entgegenzuwirken.<sup>50</sup> Auf eine regulatorische Erfassung ausländischer Fonds auf Gesetzesstufe hat man hingegen bewusst verzichtet, mit der Begründung, dass eine Regulierung im Gesetz den künftigen Entwicklungen nicht Rechnung tragen könne.<sup>51</sup>
- 17 Ausländische Vehikel hat der Bundesrat 1971 in die Verordnung über die ausländischen Anlagefonds (auslAFV) aufgenommen, und darin ausländische Anlagefonds als Vermögen definiert, die von einer Fondsleitung mit Sitz im Ausland verwaltet werden.<sup>52</sup> Erfasst waren auch körperschaftlich oder anderswie organisierte Anlagefonds ausländischen Rechts, die im Übrigen dem Begriff der Anlagefonds gem. AFG entsprechen und bei denen der Anleger gegenüber der Gesellschaft selbst oder einer ihr nahestehenden Gesellschaft das Recht auf Auszahlung seines Anteils hat.
- 18 Mit der Revision des AFG im Jahr 1994 regelte der Gesetzgeber den Geltungsbereich unter einem modifizierten Wortlaut neu in Art. 3 revAFG.<sup>53</sup> Die Regelung erfuhr insofern eine Präzisierung gegenüber dem aAFG, als man nun ausdrücklich festlegte, dass dem AFG nur Vermögen unterstellt sind, die aufgrund

---

<sup>46</sup> Art. 1 Abs. 2 aAFG.

<sup>47</sup> Vgl. auch Botschaft AFG 1965 315.

<sup>48</sup> Er konnte namentlich die Leistung von Sicherheiten sowie die Verzeigung eines Gerichtsstandes in der Schweiz verlangen, vgl. Art. 1 Abs. 3 aAFG.

<sup>49</sup> Botschaft AFG 1965 315.

<sup>50</sup> Botschaft AFG 1965 315.

<sup>51</sup> Botschaft AFG 1965 315.

<sup>52</sup> Art. 1 Abs. 1 auslAFV.

<sup>53</sup> Vgl. zur Regelung des Geltungsbereichs unter dem revAFG KÜHNE, Bewilligungspflicht 21 ff.



eines *Kollektivanlagenvertrags* verwaltet werden,<sup>54</sup> und Vermögen, die in anderer Form verwaltet werden, dem AFG nicht unterstehen.<sup>55</sup> Damit reagierte der Gesetzgeber auf den Umstand, dass die Frage, ob dem AFG auch gesellschaftsrechtlich organisierte Kollektivvermögen unterstellt waren oder nicht, vermehrt Gegenstand bundesgerichtlicher Rechtsprechung geworden war.<sup>56</sup>

Die bis zum Erlass des revAFG in der ausAFV geregelten ausländischen Fonds, wurden mit der Revision 1994 in den Geltungsbereich des AFG miteinbezogen. So waren mit Inkrafttreten des revAFG ausländische Anlagefonds, deren Anteile in der Schweiz vertrieben wurden, unabhängig von ihrer rechtlichen Ausgestaltung den einschlägigen Bestimmungen des AFG unterstellt.<sup>57</sup> Auf diesem Wege sollten ausländische Fonds, die in ihrem Ursprungsland als Fonds anerkannt waren und deren Regeln mit den schweizerischen insgesamt «aber nicht unbedingt im Einzelnen» als äquivalent galten,<sup>58</sup> in den Geltungsbereich des AFG fallen.

Der nächste Entwicklungsschritt erfolgte mit dem Erlass des KAG im Jahr 2006. Als Grundsatz erstreckte sich der Geltungsbereich des KAG von nun an unabhängig von der Rechtsform auf alle Personen, die kollektive Kapitalanlagen verwalten oder aufbewahren.<sup>59</sup> Von diesem Grundsatz ausgenommen waren die in einem nicht abschliessend aufgelisteten Negativkatalog normierten Ausnahmetatbestände, die preisgeben, welche Gefässe dem KAG *nicht* unterstehen.<sup>60</sup> Ausländische Vehikel, für die in oder von der Schweiz aus öffentlich geworben wurde, waren unabhängig von ihrer Rechtsform dem KAG unterstellt.<sup>61</sup>

Da dem KAG jedoch nicht nur Personen, die kollektive Kapitalanlagen verwalten oder aufbewahren, sondern auch all jene, die kollektive Kapitalanlagen vertreiben und für ausländische kollektive Kapitalanlagen die Vertreterfunktion wahrnehmen, vom Geltungsbereich des KAG erfasst sein sollten,<sup>62</sup> änderte der Gesetzgeber mit der Revision des KAG im Jahr 2013 den Wortlaut des Geltungsbereichs in die bis heute bestehende Grundform. Diese besteht ei-

---

<sup>54</sup> Art. 3 Abs. 1 revAFG.

<sup>55</sup> Art. 3 Abs. 2 revAFG; vgl. dazu KÜHNE, Bewilligungspflicht 21.

<sup>56</sup> Botschaft AFG 1992 261; vgl. etwa BGE 107 Ib 358 E. 3a ff.

<sup>57</sup> Art. 3 Abs. 3 revAFG.

<sup>58</sup> Botschaft AFG 1992 261 f.

<sup>59</sup> Art. 2 Abs. 1 KAG.

<sup>60</sup> Art. 2 Abs. 2 KAG; vgl. Botschaft KAG 2012 6413 f.

<sup>61</sup> Art. 2 Abs. 4 i.V.m. Art. 119 ff. KAG.

<sup>62</sup> Botschaft KAG 2012 3659 f.

nerseits aus einer abschliessenden Auflistung jener Tatbestände, welche vom Geltungsbereich des KAG erfasst werden (Art. 2 Abs. 1), sowie andererseits einer nicht abschliessenden Aufzählung der dem KAG nicht unterstellten Tatbestände (Art. 2 Abs. 2).

- 22 Dem Geltungsbereich des KAG unterstellt waren ab 2013 (i) kollektive Kapitalanlagen, sowie (ii) Personen, die diese verwalten, aufbewahren oder vertreiben;<sup>63</sup> (iii) ausländische kollektive Kapitalanlagen, die in der Schweiz vertrieben werden;<sup>64</sup> (iv) Personen, die in der Schweiz kollektive Kapitalanlagen verwalten;<sup>65</sup> (v) Personen, die in der Schweiz ausländische kollektive Kapitalanlagen vertreiben;<sup>66</sup> (vi) Personen, die von der Schweiz aus ausländische kollektive Kapitalanlagen vertreiben, die nicht ausschliesslich qualifizierten Anlegern vorbehalten sind<sup>67</sup> sowie (vii) Personen, die in der Schweiz ausländische kollektive Kapitalanlagen vertreten.<sup>68</sup>

## 2.2 Änderungen durch FIDLEG/FINIG

- 23 Die oben beschriebene Grundform erfuhr zuletzt im Jahr 2020 mit Inkrafttreten des FINIG/FIDLEG-Gesetzespakets grundlegende Veränderungen. Das FIDLEG legt sektorübergreifend die Anforderungen für die Erbringung von Finanzdienstleistungen fest und regelt das Anbieten von Finanzinstrumenten.<sup>69</sup> Beim FINIG handelt es sich um ein Gesetz, welches die Bewilligungsvoraussetzungen und die weiteren organisatorischen Anforderungen für Finanzinstitute branchenübergreifend regelt.<sup>70</sup> Auf diesem Wege soll die Schaffung gleicher Wettbewerbsbedingungen («level playing field») unter allen Finanzdienstleistern sowie ein verbesserter Kundenschutz und eine erhöhte Stabilität des Finanzsystems sichergestellt werden.<sup>71</sup>
- 24 Da die Verwaltung kollektiver Kapitalanlagen mit Inkrafttreten des FINIG in den dortigen Geltungsbereich verschoben und durch das FIDLEG die Bewilligungspflicht für den Vertrieb aufgehoben wurde, sind vom Geltungsbereich des KAG heute unabhängig von der Rechtsform noch folgende drei Konstellationen

---

<sup>63</sup> Art. 2 Abs. 1 lit. a KAG.

<sup>64</sup> Art. 2 Abs. 1 lit. b KAG.

<sup>65</sup> Art. 2 Abs. 1 lit. c KAG.

<sup>66</sup> Art. 2 Abs. 1 lit. d KAG.

<sup>67</sup> Art. 2 Abs. 1 lit. e KAG.

<sup>68</sup> Art. 2 Abs. 1 lit. f KAG.

<sup>69</sup> Art. 1 Abs. 2 FIDLEG.

<sup>70</sup> Art. 1 Abs. 1 FINIG.

<sup>71</sup> Vgl. JUTZI/WESS/SIERADZKI Finanzmarktarchitektur 583 m.w.H.

tionen erfasst: (i) Kollektive Kapitalanlagen und Personen, die diese aufbewahren;<sup>72</sup> (ii) Ausländische kollektive Kapitalanlagen, die in der Schweiz angeboten werden<sup>73</sup> sowie (iii) Personen, die in der Schweiz ausländische kollektive Kapitalanlagen vertreten.<sup>74</sup>

### 2.3 Zwischenfazit

Das anfänglich auf den vertraglichen Anlagefonds beschränkte AFG ist im Verlaufe der Zeit auf sämtliche Formen der kollektiven Kapitalanlage ausgedehnt worden. Dies ist in erster Linie dem Schutz der Anleger geschuldet,<sup>75</sup> und auf den angestrebten Grundsatz «same business, same risks, same rules» zurückzuführen.<sup>76</sup> Letzterer ist ein Ausdruck der regulatorischen Gleichbehandlung der Marktteilnehmer und der legislatorischen Konsistenz.<sup>77</sup> Es galt namentlich zu vermeiden, dass eine fondsähnliche Beteiligungs- und Investmentgesellschaften z.B. in Form einer Aktiengesellschaft den Rechtsrahmen des KAG «umgehen» kann und nicht der Aufsicht der FINMA untersteht,<sup>78</sup> obschon sie aus funktioneller Sicht dieselben Geschäfte tätigt wie eine Fondsleitung und Anleger den gleichen Risiken aussetzt.<sup>79</sup> Die Beschränkung des AFG auf vertragliche Anlagefonds stellte aber auch einen Standortnachteil für den Fondsplatz Schweiz dar. Dies deshalb, weil im Ausland gesellschaftsrechtliche Formen der kollektiven Kapitalanlage vermehrt an Popularität gewannen, und Formen wie die SICAV in der Schweiz bis zum Inkrafttreten des KAG nicht gegründet werden konnten, da das geltende OR deren Funktionsweise verunmöglichte.<sup>80</sup>

25

<sup>72</sup> Art. 2 Abs. 1 lit. a KAG.

<sup>73</sup> Art. 2 Abs. 1 lit. b KAG.

<sup>74</sup> Art. 2 Abs. 1 lit. c KAG. Für einen Überblick der schweizerischen Kollektivanlagenrechtsordnung im Lichte der neuen Finanzmarktarchitektur vgl. JUTZI/WESS/SIERADZKI Kollektivanlagenrecht passim.

<sup>75</sup> KÜHNE, Praxis § 2 N 115.

<sup>76</sup> Botschaft KAG 2005 6408. Vgl. dazu COURVOISIER/SCHMITZ 410; BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 2; SGHB Finanzmarktrecht I-BERTSCHINGER, § 11 N 21.

<sup>77</sup> Botschaft KAG 2005 6408.

<sup>78</sup> Botschaft KAG 2005 6413.

<sup>79</sup> KÜHNE, Praxis § 2 N 116. Vgl. hierzu auch BERTSCHINGER, welcher die umgehungsrechtliche Natur des Grundsatzes «same business, same risks, same rules» anhand der Tatsache festmacht, dass bis heute keine SICAF bewilligt wurde, vgl. SGHB Finanzmarktrecht I-BERTSCHINGER, § 11 N 21.

<sup>80</sup> Botschaft KAG 2005 6412.

- 26 Mit Inkrafttreten des FINIG/FIDLEG-Gesetzespakets reduzierte sich der Anwendungsbereich des KAG wiederum insofern, als dass zum einen Verwalter von Kollektivvermögen<sup>81</sup> und Fondsleitungen<sup>82</sup> aus dem KAG in das FINIG überführt wurden. Dadurch fallen Personen, welche schweizerische oder ausländische kollektive Kapitalanlagen verwalten, grundsätzlich nicht mehr in den Anwendungsbereich des KAG, sondern unterstehen grundsätzlich dem Rechtsrahmen des FINIG.<sup>83</sup> Zum anderen wurde mit dem FIDLEG der Begriff des Vertriebs gem. KAG durch den allgemeineren Begriff des Anbietens ersetzt. Personen, die schweizerische oder ausländische kollektive Kapitalanlagen vertreiben, fallen damit nicht mehr in den Anwendungsbereich des KAG.
- 27 Im Zusammenhang mit den FIDLEG/FINIG bezogenen Änderungen wird vermehrt geltend gemacht, dass sich der Geltungsbereich des KAG nach Inkrafttreten der beiden Gesetze primär auf die Regulierung von kollektiven Kapitalanlagen als Anlageprodukte beschränke, und deshalb ein «produktespezifisches» Gesetz vorliege.<sup>84</sup> Dieser Ansicht kann nach der hier vertretenen Auffassung jedoch nur partiell beigepllichtet werden. Bei Lichte besehen umfasst der Anwendungsbereich des KAG namentlich neben den kollektiven Kapitalanlagen als Produkte weiterhin auch bestimmte Institute wie etwa die Depotbanken<sup>85</sup> oder die Vertreter ausländischer kollektiver Kapitalanlagen.<sup>86,87</sup> Auch die körperschaftlich organisierten Kapitalanlagen (SICAV, SICAF und KmGK) verbleiben weiterhin im KAG und benötigen neben ihrer Genehmigung als Produkt<sup>88</sup> auch eine Bewilligung als Institut.<sup>89,90</sup> Hinzu kommt, dass für die Verwalter von Kollektivvermögen sowie für die Fondsleitungen die Verhaltenspflichten des KAG (Art. 20 ff.) Anwendung finden. Demgemäss kann beim geltenden KAG zumindest nicht von einem rein produktespezifischen Gesetz

---

<sup>81</sup> Art. 24 ff. FINIG.

<sup>82</sup> Art. 32 ff. FINIG.

<sup>83</sup> Diese Aussage muss insofern relativiert werden, als dass auf die verwaltenden Personen weiterhin die Verhaltenspflichten gem. Art. 20 ff. Anwendung finden.

<sup>84</sup> Botschaft FIDLEG/FINIG 2015 8928, 9030; JOSURAN/ISLER 205; PAJER/SIMONE/SPILLMANN 25.

<sup>85</sup> Art. 72 ff. KAG; vgl. dazu unten, [N 45 ff.](#)

<sup>86</sup> Art. 123 ff. KAG; vgl. dazu unten, [N 49.](#)

<sup>87</sup> Vgl. dazu JUTZI/WESS/SIERADZKI Kollektivanlagenrecht N 16.

<sup>88</sup> Art. 15 Abs. 1 lit. b-d KAG.

<sup>89</sup> Art. 13 Abs. 1 lit. b-d KAG.

<sup>90</sup> Vgl. dazu JUTZI/WESS/SIERADZKI Kollektivanlagenrecht N 16.

ausgegangen werden. Vielmehr weist der Geltungsbereich des KAG auch in seiner heutigen Fassung die Eigenart eines zusammengesetzten Spezialgesetzes mit sowohl produkt- als auch institutsbezogener Prägung auf.



## § 3 Sachlicher Geltungsbereich des KAG

### 1. Vorbemerkungen

Der sachliche Geltungsbereich gibt Aufschluss über die von einem bestimmten Erlass erfassten Lebenssachverhalte.<sup>91</sup> Das KAG umschreibt den sachlichen Geltungsbereich in Art. 2 Abs. 2 lit. a und b. Geregelt wird in sachlicher Hinsicht zunächst der Geltungsbereich für schweizerische kollektive Kapitalanlagen (lit. a), die unabhängig von deren Rechtsform dem KAG unterstellt sind.<sup>92</sup> Ferner ist das KAG auf ausländische kollektive Kapitalanlagen anwendbar, die in der Schweiz angeboten werden (lit. b).

Um zu überprüfen, ob der sachliche Geltungsbereich des KAG eröffnet ist, muss in einem ersten Schritt ermittelt werden, ob das in Frage stehende Anlagevehikel die nachfolgend dargelegten Definitionsmerkmale einer schweizerischen oder ausländischen kollektiven Kapitalanlage erfüllt. Für eine weitergehende Differenzierung zwischen schweizerischen und ausländischen kollektiven Kapitalanlagen kann auf die Ausführungen zum territorialen Geltungsbereich verwiesen werden.<sup>93</sup>

### 2. Schweizerische kollektive Kapitalanlagen

Dem KAG sind alle schweizerischen kollektiven Kapitalanlagen unterstellt, und zwar unabhängig von deren Rechtsform, Anlegerkreis, Vertriebsländern und Anlagepolitik.<sup>94</sup> Die Untersuchung des sachlichen (aber auch des persönlichen, territorialen und zeitlichen) Geltungsbereichs ist damit unweigerlich mit dem Begriff der kollektiven Kapitalanlage gem. Art. 7 verknüpft, der auch als «Kern»<sup>95</sup> bzw. «Grundlage»<sup>96</sup> des KAG-Geltungsbereichs bezeichnet wird. Folgerichtig weist das Bundesgericht in diesem Zusammenhang darauf hin, dass das KAG zwar die Legaldefinition der kollektiven Kapitalanlage mit ihren fünf

---

<sup>91</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 66; NAGEL § 3 N 151.

<sup>92</sup> Art. 2 Abs. 1 lit. a KAG.

<sup>93</sup> Vgl. unten, [N 53 ff.](#)

<sup>94</sup> Art. 2 Abs. 1 lit. a KAG; D'AMELIO 219.

<sup>95</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 16; vgl. auch BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 2.

<sup>96</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 73 f.

Tatbestandsmerkmalen von der Frage des sachlichen Geltungsbereichs des Gesetzes gem. Art. 2 rechtstechnisch abgrenzt, bei der Auslegung jedoch die Wechselwirkungen zwischen den beiden Bestimmungen zu beachten seien.<sup>97</sup>

- 31 Als kollektive Kapitalanlagen gelten Vermögen, die Anlegern zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage aufgebracht und für deren Rechnung verwaltet werden, wobei die Anlagebedürfnisse der Anleger in gleichmässiger Weise befriedigt werden müssen.<sup>98</sup> Der Sitz und die Hauptverwaltung einer *schweizerischen* kollektiven Kapitalanlage muss sich in der Schweiz befinden.<sup>99</sup>
- 32 Sind die Essentialia der Legaldefinition gegeben, ist der Anwendungsbereich des KAG grundsätzlich eröffnet,<sup>100</sup> und zwar unabhängig von der Frage, ob es sich um eine gesellschaftsrechtlich oder vertraglich organisierte Kapitalanlage bzw. um ein offenes oder geschlossenes Vehikel handelt. Die Begriffsmerkmale bilden auf diese Weise i.S. eines «rechtsformneutralen Oberbegriffs» den gemeinsamen Nenner aller dem KAG unterstellten Produkte.<sup>101</sup>
- 33 Es muss also für die Frage, ob der sachliche Geltungsbereich des KAG berührt ist, immer zuerst geprüft werden, ob eine bestimmte Anlageform die Tatbestandsmerkmale von Art. 7 Abs. 1 erfüllt. Anlagevehikel, welche diese Tatbestandsmerkmale nicht aufweisen, sind vom sachlichen Geltungsbereich des KAG von vornherein ausgeschlossen.<sup>102</sup>
- 34 Sind die Tatbestandsmerkmale von Art. 7 Abs. 1 erfüllt, muss für die Bestimmung der Bewilligungs- und/oder Genehmigungsfähigkeit im weiteren Gang beurteilt werden, welche der vier durch das KAG vorgegebenen Anlageformen für das entsprechende Anlagevehikel einschlägig ist. Das KAG stellt für kollektive Kapitalanlagen i.S. eines *numerus clausus* abschliessend zwei offene und zwei geschlossene Formen zur Verfügung. Als offene Anlageformen kommen der vertragliche Anlagefonds sowie die Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (SICAV),<sup>103</sup> als geschlossene die Kommanditgesellschaft für kollektive

---

<sup>97</sup> BGer 2C\_571/2009 E. 2.2.

<sup>98</sup> Art. 7 Abs. 1 KAG, vgl. dazu eingehend unten, [N 243 ff.](#)

<sup>99</sup> Art. 7 Abs. 4 KAG, vgl. dazu unten, [N 56 ff.](#)

<sup>100</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 79. Über das Vorliegen der Tatbestandsmerkmale entscheidet die FINMA autonom, vgl. D'AMELIO 220.

<sup>101</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 74 f.

<sup>102</sup> D'AMELIO 219.

<sup>103</sup> Art. 8 Abs. 1 KAG.



Kapitalanlagen (KmGK) sowie die Investmentgesellschaft mit festem Kapital (SICAF) in Betracht.<sup>104</sup>

Für drei der vier vorgegebenen Anlagevehikel besteht eine institutsbezogene Bewilligungspflicht im KAG (SICAV, KmGK und SICAF).<sup>105</sup> Diese gesellschaftsrechtlich organisierten kollektiven Kapitalanlagen sind im Gegensatz zur Fondsleitung nicht nur Gefäss und Vermögensverwalter für das Finanzprodukt, sondern selber auch Finanzprodukt. Sie sind zugleich Bewilligungsträger gem. Art. 13; ihre Dokumente unterstehen als Finanzprodukte aber gleichzeitig auch der Genehmigungspflicht gem. Art. 15.<sup>106</sup> 35

Fondsleitungen hingegen erbringen eine qualifizierte Form der Vermögensverwaltung. Da die Verwaltung kollektiver Kapitalanlagen mit Inkrafttreten des FINIG in den dortigen Geltungsbereich verschoben wurde, benötigen Fondsleitungen seit Inkrafttreten des FINIG nunmehr keine institutsbezogene Bewilligungspflicht gem. Art. 13. Fondsleitungen werden seither durch die spezialgesetzlichen Vorgaben des FINIG reguliert.<sup>107</sup> 36

### 3. Ausländische kollektive Kapitalanlagen

Vom sachlichen Anwendungsbereich des KAG sind gem. Art. 2 Abs. 1 lit. e auch in der Schweiz angebotene ausländische kollektive Kapitalanlagen erfasst. 37

Ausländische kollektive Kapitalanlagen unterteilt das KAG in geschlossene und offene Anlagegefässe. Als offene gelten zum einen Vermögen, die aufgrund eines Fondsvertrags oder eines andern Vertrags mit ähnlicher Wirkung zum Zweck der kollektiven Kapitalanlage geäufnet wurden und von einer Fondsleitung mit Sitz und Hauptverwaltung im Ausland verwaltet werden.<sup>108</sup> Zum anderen sind auch Gesellschaften und ähnliche Vermögen mit Sitz und Hauptverwaltung im Ausland, deren Zweck die kollektive Kapitalanlage ist und bei denen die Anleger gegenüber der Gesellschaft selbst oder einer ihr nahestehenden 38

---

<sup>104</sup> Art. 9 Abs. 1 KAG.

<sup>105</sup> Art. 13 Abs. 2 lit. b KAG (SICAV); Art. 13 Abs. 2 lit. c KAG (KmGK); Art. 13 Abs. 2 lit. d KAG (SICAF).

<sup>106</sup> Botschaft FIDLEG/FINIG 2015 9030. Zur Rechtslage vor Inkrafttreten des FINIG vgl. KÜHNE, Praxis § 3 N 216.

<sup>107</sup> Art. 5 Abs. 1 i.V.m. Art. 2 Abs. 1 lit. d FINIG. Hiervon ausgenommen ist der bereits erwähnte Umstand, dass die KAG-Verhaltenspflichten (Art. 20 ff. KAG) weiterhin auf Fondsleitungen Anwendung finden (vgl. bereits oben, [N 26 f.](#)).

<sup>108</sup> Art. 119 Abs. 1 lit. a KAG.

henden Gesellschaft einen Rechtsanspruch auf Rückzahlung ihrer Anteile zum Nettoinventarwert haben, offene ausländische kollektive Kapitalanlagen i.S. des KAG.<sup>109</sup>

- 39 Als geschlossene ausländische kollektive Kapitalanlagen gelten Gesellschaften und ähnliche Vermögen mit Sitz und Hauptverwaltung im Ausland, deren Zweck die kollektive Kapitalanlage ist und bei denen die Anleger gegenüber der Gesellschaft selbst oder einer ihr nahe stehenden Gesellschaft *keinen* Rechtsanspruch auf Rückzahlung ihrer Anteile zum Nettoinventarwert haben.<sup>110</sup>
- 40 Damit ist allen ausländischen kollektiven Kapitalanlagen gemeinsam, dass sich deren Sitz und Hauptverwaltung im Ausland befinden.<sup>111</sup> Diejenigen ausländischen Anlagestrukturen, welche die soeben dargelegten Begriffsmerkmale einer ausländischen kollektiven Kapitalanlage erfüllen, bedürfen einer Genehmigung der FINMA.<sup>112</sup> Das Vorliegen einer Genehmigungspflicht besagt jedoch noch nichts über den Umstand, ob das entsprechende ausländische Vehikel auch genehmigungsfähig ist. Die Genehmigungsfähigkeit beurteilt sich nach Massgabe von Art. 120 Abs. 2 lit. a-e.<sup>113</sup>
- 41 Erfüllt eine bestimmte Anlageform die Merkmale einer ausländischen kollektiven Kapitalanlage, so reicht dies für sich alleine jedoch noch nicht für eine Öffnung des KAG-Anwendungsbereichs. Es muss vielmehr feststehen, ob sie einen Bezug zur Schweiz hat, der zu ihrer Unterstellung unter das KAG führt.<sup>114</sup> Dieser besteht grundsätzlich nur dann, wenn ein ausländisches Produkt in der Schweiz *angeboten* wird.<sup>115</sup>

---

<sup>109</sup> Art. 119 Abs. 1 lit. b KAG.

<sup>110</sup> Art. 119 Abs. 2 KAG.

<sup>111</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 14 N 681.

<sup>112</sup> BSK KAG-COMTESSE/FISCHER, Art. 120 N 8; KÜHNE, Praxis § 13 N 943.

<sup>113</sup> Vgl. KÜHNE, Praxis § 13 N 943 ff.

<sup>114</sup> Zur Rechtslage vor Inkrafttreten des FIDLEG vgl. D'AMELIO 219, 225.

<sup>115</sup> Art. 2 Abs. 1 lit. b KAG. Unter dem alten Recht galt als Bezugspunkt nicht der Begriff des Angebots, sondern derjenige des Vertriebs (Art. 120 Abs. 1 aKAG). Dieser wurde mit Inkrafttreten des FIDLEG/FINIG-Gesetzespakets im Jahr 2020 mit dem Begriff des Angebots ersetzt. Um die Genehmigungspflicht einer ausländischen kollektiven Kapitalanlage festzustellen, musste damit stets zunächst geprüft werden, ob im konkreten Fall ein Vertrieb vorlag (Art. 120 Abs. 1 aKAG). Als Vertrieb galt gem. Art. 3 aKAG jedes Anbieten von kollektiven Kapitalanlagen und jedes Werben für kollektive Kapitalanlagen, das sich nicht ausschliesslich beaufsichtigte Finanzintermediäre oder beaufsichtigte Versicherungsunternehmen richtete (Art. 3 Abs. 1 aKAG i.V.m. Art. 10 Abs. 3 lit. a und b aKAG).

Hinsichtlich der Eröffnung des KAG-Geltungsbereichs besteht mithin eine systematische Verbindung zwischen dem Begriff der ausländischen kollektiven Kapitalanlage gem. Art. 119 ff. und dem Begriff des Angebots.<sup>116</sup> Letzterer wird durch das FIDLEG festgelegt und der dazugehörigen Verordnung präzisiert. Es handelt sich dabei um eine in der Schweiz erfolgte Einladung zum Erwerb der (ausländischen) kollektiven Kapitalanlage, die ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und die (ausländische) kollektive Kapitalanlage selber enthält<sup>117</sup> und damit über eine allgemein gehaltene Werbung hinausgeht.<sup>118</sup> Ob ein Angebot vorliegt, richtet sich nach dem Vertrauensprinzip.<sup>119</sup> Eine Einladung zum Erwerb liegt bei einer Kommunikation jeglicher Art vor, die üblicherweise darauf abzielt, auf ein bestimmtes Finanzinstrument aufmerksam zu machen und dieses zu veräussern.<sup>120</sup>

42

Eine Genehmigungspflicht trifft jedoch nur diejenigen ausländischen kollektiven Kapitalanlagen, die an nicht qualifizierte Anleger in der Schweiz angeboten werden.<sup>121</sup> Erfolgt ein Angebot ausschliesslich an qualifizierte Anleger, besteht keine Genehmigungspflicht.<sup>122</sup> Dies gilt auch für den Fall, dass eine ausländische kollektive Kapitalanlage in der Schweiz an vermögende Privatkunden und für diese errichtete privaten Anlagestrukturen angeboten wird und diese erklären, dass sie als professionelle Kunden gelten wollen (sog. opt

43

<sup>116</sup> Zur Rechtslage vor Inkrafttreten des FIDLEG vgl. JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 14 N 697.

<sup>117</sup> Art. 3 lit. g FIDLEG i.V.m. Art. 3 Abs. 5 lit. a FIDLEV.

<sup>118</sup> Botschaft FIDLEG/FINIG 2015 8948. Kein Angebot liegt namentlich vor, wenn ein Tatbestand von Art. 3 Abs. 6 lit. a-d FIDLEV gegeben ist. Nicht als Angebot gilt demnach die Zurverfügungstellung von Informationen auf Veranlassung oder auf Eigeninitiative des Kunden, der keine Werbung i.S.v. Art. 68 FIDLEG durch den Anbieter oder einen von diesem Beauftragten in Bezug auf das konkrete Finanzinstrument vorausgegangen ist (lit. a); die namentliche Nennung von Finanzinstrumenten ohne oder in Verbindung mit faktischen, allgemeinen Informationen wie ISIN, Nettoinventarwerten, Preisen, Risikoinformationen, Kursentwicklung oder Steuerzahlen (lit. b); die blossе Zurverfügungstellung faktischer Informationen (lit. c) sowie die Aufbereitung und die Zurverfügungstellung von Informationen und Unterlagen zu Finanzinstrumenten, die gesetzlich oder vertraglich erforderlich sind, für bestehende Kunden oder Finanzintermediäre, wie Corporate-Action-Informationen, Einladungen zu Generalversammlungen und damit verbundene Aufforderungen zur Erteilung von Instruktionen, sowie deren Weiterleitung an diesen Personenkreis und die Veröffentlichung (lit. d).

<sup>119</sup> Botschaft FIDLEG/FINIG 2015 8948.

<sup>120</sup> Art. 3 Abs. 5 lit. b FIDLEV.

<sup>121</sup> Art. 120 Abs. 1 KAG. Vgl. dazu BSK KAG-COMTESSE/FISCHER, Art. 120 N 11.

<sup>122</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 14 N 691; KÜHNE, Praxis § 1 N 28.

in).<sup>123</sup> Allerdings gelten in diesem Fall bestimmte Voraussetzungen. Wird eine ausländische kollektive Kapitalanlage in der Schweiz an opt-in-Anleger angeboten, darf ihre Bezeichnung nicht zu Täuschung oder Verwechslung Anlass geben.<sup>124</sup> Die ausländische kollektive Kapitalanlage hat sodann für die in der Schweiz angebotenen Anteile einen Vertreter und eine Zahlstelle zu bezeichnen.<sup>125</sup>

---

<sup>123</sup> Art. 120 Abs. 4 KAG i.V.m. Art. 5 Abs. 1 FIDLEG.

<sup>124</sup> Art. 120 Abs. 2 lit. c i.V.m. Art. 120 Abs. 4 KAG.

<sup>125</sup> Art. 120 Abs. 2 lit. d i.V.m. Art. 120 Abs. 4 KAG.

## § 4 Persönlicher Geltungsbereich

### 1. Vorbemerkungen

Der persönliche Geltungsbereich legt fest, welche natürlichen und juristischen Personen durch einen Erlass betroffen sind.<sup>126</sup> In persönlicher Hinsicht waren vor Inkrafttreten des FIDLEG und des FINIG all jene Personen unterstellt, die kollektive Kapitalanlagen verwalteten, aufbewahrten oder mit dem Vertrieb und der Vertretung betraut waren.<sup>127</sup> Seit dem 1. Januar 2020 unterstehen dem KAG nur noch jene Personen, die schweizerische kollektive Kapitalanlagen aufbewahren, sowie jene, die ausländische kollektive Kapitalanlagen in der Schweiz vertreten. Für die betroffenen Personen hat die Unterstellung zur Folge, dass sie ihre Tätigkeit erst nach der Erteilung einer entsprechenden Bewilligung durch die FINMA ausüben dürfen.<sup>128</sup> 44

### 2. Verwahrende Personen

#### 2.1 Verwahrung Schweizerischer kollektiver Kapitalanlagen

Personen, die schweizerische kollektive Kapitalanlagen aufbewahren, fallen unabhängig von deren Rechtsform in den Geltungsbereich des KAG.<sup>129,130</sup> 45

Als Personen, welche kollektive Kapitalanlagen aufbewahren, kommen einzig Depotbanken in Frage.<sup>131</sup> Deren erste Aufgabe besteht in der Aufbewahrung des Fondsvermögens und der Besorgung des Zahlungsverkehrs sowie der Aus- 46

---

<sup>126</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 66; NAGEL § 3 N 151.

<sup>127</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 16.

<sup>128</sup> D'AMELIO 220.

<sup>129</sup> Art. 2 Abs. 1 lit. a KAG.

<sup>130</sup> Vor Inkrafttreten des FIDLEG/FINIG-Gesetzespakets waren Personen dem KAG unterstellt, die ausdrücklich schweizerische kollektive Kapitalanlagen verwahrten (Art. 2 Abs. 1 lit. a i.V.m. 13 Abs. 2 lit. e aKAG). Da nach Ansicht des Bundesrates primär schweizerische kollektive Kapitalanlagen in den Geltungsbereich der schweizerischen Gesetzgebung fallen würden, wurde auf deren ausführliche Bezeichnung als «schweizerisch» verzichtet, vgl. Botschaft FIDLEG/FINIG 2015 9050.

<sup>131</sup> Art. 13 Abs. 2 lit. e i.V.m. Art. 72 ff. KAG.

gabe und Rücknahme der Anteile von kollektiven Kapitalanlagen.<sup>132</sup> Depotbanken benötigen zur Ausübung ihrer Tätigkeit eine Bewilligung der FINMA,<sup>133</sup> und müssen für die Erfüllung ihrer Depottätigkeit mindestens über drei Vollzeitstellen mit Zeichnungsberechtigung verfügen.<sup>134</sup> Bewilligungsfähig sind einzig Banken i.S. des BankG, die über eine für ihre Aufbewahrungstätigkeit angemessene Organisation verfügen.<sup>135</sup>

## 2.2 Verwahrung ausländischer kollektiver Kapitalanlagen

- 47 Das KAG statuiert für ausländische kollektive Kapitalanlagen keine allgemeine Pflicht, eine Depotbank zu bestellen. Damit ist die Depotbanktätigkeit für ausländische kollektive Kapitalanlagen dem KAG grundsätzlich nicht unterstellt.<sup>136</sup> Das bedeutet, dass es gem. KAG zulässig ist, dass Anteile einer ausländischen kollektiven Kapitalanlage an *qualifizierte* Anleger angeboten werden, obwohl deren Vermögen nicht von einer Depotbank verwahrt wird.<sup>137</sup> Grundsätzlich kann daher davon ausgegangen werden, dass wenn eine Depotbank Depotbanktätigkeiten für eine ausländische kollektive Kapitalanlage unternimmt, die spezialgesetzlichen Vorschriften des KAG keine Anwendung finden.<sup>138</sup>
- 48 Dies gilt jedoch nicht für Depotbanken von ausländischen kollektiven Kapitalanlagen, die in der Schweiz *nicht qualifizierte* Anlegern angeboten werden. Diese Produkte benötigen eine Genehmigung der FINMA, die nur dann erteilt wird, wenn deren Verwahrstelle hinsichtlich Organisation, Anlegerrechte und Anlagepolitik einer Regelung untersteht, die den Bestimmungen des KAG

---

<sup>132</sup> Art. 73 Abs. 1 KAG. Darüber hinaus hat die Depotbank im Rahmen von Art. 73 Abs. 3 lit. a-c dafür zu sorgen, dass die Fondsleitung oder die SICAV das Gesetz und das Fondsreglement beachten.

<sup>133</sup> Art. 13 Abs. 2 lit. e KAG. Die Bewilligung als Depotbank ist neben der Bankenbewilligung zusätzlich einzuholen, vgl. Botschaft KAG 2012 3675; BSK KAG-LENOIR/ZÄH, Art. 72 N 7.

<sup>134</sup> Art. 102a Abs. 2 KKV.

<sup>135</sup> Art. 72 Abs. 1 KAG i.V.m Art. 102a Abs. 1 KKV.

<sup>136</sup> Botschaft KAG 2012 3665; D'AMELIO 229; BSK KAG-LENOIR/ZÄH, Art. 72 N 2.

<sup>137</sup> D'AMELIO 229.

<sup>138</sup> BSK KAG-LENOIR/ZÄH, Art. 72 N 2.

gleichwertig ist.<sup>139</sup> Mit Gleichwertigkeit wird nicht eine Regelung gefordert, die mit den Bestimmungen in der Schweiz identisch ist<sup>140</sup> – angestrebt ist vielmehr «Gleichwertigkeit in der Essenz».<sup>141</sup>

### 3. Vertretende Personen

Personen, die in der Schweiz ausländische kollektive Kapitalanlagen vertreten, sind unabhängig von ihrer Rechtsform dem Geltungsbereich des KAG unterstellt.<sup>142</sup> Die Rede ist von den Vertretern ausländischer kollektiver Kapitalanlagen gem. Art. 123 ff. Diese vertreten ausländische kollektive Kapitalanlagen, die in der Schweiz nicht qualifizierten Anlegern und qualifizierten Anlegern nach Art. 5 Abs. 1 FIDLEG<sup>143</sup> angeboten werden,<sup>144</sup> gegenüber Anlegern und der FINMA.<sup>145</sup> In diesem Zusammenhang wird häufig von der «Schnittstellenfunktion» der Vertreter zwischen der ausländischen kollektiven Kapitalanlage und den schweizerischen Anlegern sowie der FINMA gesprochen.<sup>146</sup> Der Vertreter ist dafür verantwortlich, dass die Vorschriften eingehalten werden.<sup>147</sup> Er ermöglicht es schweizerischen Anlegern nötigenfalls, ihre Ansprüche gegen die ausländische kollektive Kapitalanlage in der Schweiz geltend zu machen.<sup>148</sup> Als solche unterstehen Vertreter der Bewilligungspflicht gem. Art. 13 Abs. 2 lit. h.<sup>149</sup> Diese umfasst die allgemeine Befugnis zum Ausüben der Funktionen

49

<sup>139</sup> Art. 120 Abs. 2 lit. b KAG.

<sup>140</sup> BSK KAG-COMTESSE/FISCHER, Art. 120 N 25.

<sup>141</sup> RIMLE, 110; BSK KAG-COMTESSE/FISCHER, Art. 120 N 25. Vgl. auch Botschaft AFG 1992 253, wonach nicht eine «gleiche», sondern lediglich eine «gleichwertige» Überwachung im Ausland gefordert ist.

<sup>142</sup> Art. 2 Abs. 1 lit. f KAG.

<sup>143</sup> D.h. denjenigen vermögenden Privatkunden und für diese errichteten privaten Anlagestrukturen, die erklären, dass sie als professionelle Kunden gelten wollen (sog. opting out).

<sup>144</sup> Art. 123 Abs. 1 KAG.

<sup>145</sup> Art. 124 Abs. 1 KAG.

<sup>146</sup> Vgl. etwa BSK KAG-COMTESSE/BALZLI, Art. 123 N 2; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 269.

<sup>147</sup> BSK KAG-COMTESSE/BALZLI, Art. 123 N 3; LUCHSINGER GÄHWILER, Vertrieb, 39.

<sup>148</sup> BSK KAG-COMTESSE/BALZLI, Art. 123 N 3.

<sup>149</sup> Der Bundesrat kann jedoch Vertreter, die bereits einer anderen gleichwertigen staatlichen Aufsicht unterstehen, von der Bewilligungspflicht befreien (Art. 13 Abs. 3 KAG). Davon hat der Bundesrat in Art. 8 KKV Gebrauch gemacht. Von der Bewilligungspflicht für Vertreter ausländischer kollektiver Kapitalanlagen ist befreit, wer eine Bewilligung als Fondsleitung hat (Art. 8 KKV).

des Vertreters für ausländische kollektive Kapitalanlagen.<sup>150</sup> Wird ein Vertreter ohne erteilte Bewilligung tätig, ist dies rechtswidrig und wird im Rahmen von Art. 44 FINMAG mit einer Strafe geahndet.

#### 4. Anbietende Personen

- 50 Der Vertriebsbegriff diene unter dem aKAG als Unterstellungskriterium für Vertriebsträger<sup>151</sup> sowie ausländische kollektive Kapitalanlagen.<sup>152</sup> Im Zuge der Ausführungen zu den FIDLEG/FINIG bezogenen Änderungen im KAG-Anwendungsbereich wurde bereits darauf hingewiesen, dass mit Inkrafttreten des FIDLEG der Vertriebsbegriff im KAG aufgehoben und durch den sektorübergreifenden Angebotsbegriff i.S.v. Art. 3 lit. g FIDLEG ersetzt wurde.<sup>153</sup>
- 51 Damit gingen mehrere Veränderungen einher. Zunächst wurden die Vertriebsstatbestände nach Art. 3 aKAG gestrichen. Darüber hinaus entfiel auch die Notwendigkeit zur Einholung der Vertriebsträgerbewilligung<sup>154</sup> (einschliesslich der mit einer Vertriebstätigkeit verbundenen Verhaltens- und Organisationspflichten).<sup>155</sup>

#### 5. Verwaltende Personen

- 52 Ebenso wurde bereits darauf hingewiesen, dass mit Inkrafttreten des FINIG die Verwaltung kollektiver Kapitalanlagen in den dortigen Geltungsbereich

---

<sup>150</sup> BSK KAG-COMTESSE/BALZLI, Art. 123 N 11.

<sup>151</sup> Art. 2 Abs. 1 lit. a, d und e; Art. 13 Abs. 1 und Art. 19 Abs. 1bis aKAG.

<sup>152</sup> Art. 2 Abs. 1 lit. b; Art. 15 Abs. 1 lit. e und Art. 120 Abs. 1 bzw. 4 aKAG.

<sup>153</sup> Demnach gilt als Angebot jede Einladung zum Erwerb eines Finanzinstruments, die ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und das Finanzinstrument enthält. Dazu zählt eine Kommunikation jeglicher Art, die ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und das Finanzinstrument enthält (Art. 3 Abs. 5 lit. a FIDLEV) und üblicherweise darauf abzielt, auf ein bestimmtes Finanzinstrument aufmerksam zu machen und dieses zu veräussern (Art. 3 Abs. 5 lit. b FIDLEV).

<sup>154</sup> Art. 13 Abs. 2 lit. g aKAG.

<sup>155</sup> Vgl. dazu JUTZI/WESS/SIERADZKI Kollektivanlagenrecht N 29 ff.



verschoben wurde. Abgesehen von der Tatsache, dass die Verhaltenspflichten des KAG (Art. 20 ff.) weiterhin Anwendung finden, regelt neu das FINIG sowohl Verwalter von Kollektivvermögen<sup>156</sup> wie auch Fondsleitungen<sup>157</sup> abschliessend.

---

<sup>156</sup> Vgl. dazu Art. 24 ff. FINIG i.V.m. Art. 34 ff. FINIV. Das FINIG statuiert Anforderungen an die Rechtsform (Art. 25 FINIG), die Aufgaben (Art. 26 FINIG i.V.m. 39 FINIV), die Delegation (Art. 27 FINIG i.V.m. Art. 40 FINIV), das Mindestkapital (Art. 28 FINIG i.V.m. Art. 42 FINIV), die Eigenmittel (Art. 29 FINIG i.V.m. 44-46 FINIV), die Gruppen- und Konglomeratsaufsicht (Art. 30 FINIG) sowie an den Wechsel des Verwalters von Kollektivvermögen (Art. 31 FINIG).

<sup>157</sup> Vgl. dazu Art. 32 ff. FINIG i.V.m. 49 ff. FINIV. Das FINIG enthält Voraussetzungen an die Rechtsform und die Organisation (Art. 33 FINIG i.V.m. Art. 50-54, 57 und 63FINIV), die Aufgaben (Art. 34 FINIG i.V.m. Art. 55 FINIV), die Delegation (Art. 35 FINIG i.V.m. Art. 56 FINIV), das Mindestkapital (Art. 36 FINIG i.V.m. Art. 58 FINIV), die Höhe und die Anrechenbarkeit der Eigenmittel (Art. 37 FINIG i.V.m. Art. 59-62 FINIV), die Rechte (Art. 38 FINIG) den Wechsel der Fondsleitung (Art. 39 FINIG i.V.m. Art. 64 FINIV) sowie die Absonderung des Fondsvermögens (Art. 40 FINIG).



## § 5 Territorialer Geltungsbereich

### 1. Vorbemerkungen

Der territoriale Geltungsbereich eines Erlasses bestimmt dessen gebietsweise Geltung und dessen räumliche Auswirkung.<sup>158</sup> Dem territorialen Geltungsbereich des KAG kommt eine besondere Bedeutung zu, denn er unterbindet die gezielte Umgehung von aufsichtsrechtlichen Bestimmungen mittels «geographischer Konstrukte».<sup>159</sup> 53

In methodischer Hinsicht steht bei der Bestimmung des territorialen Geltungsbereichs des KAG das örtliche Kriterium «schweizerisch» und «ausländisch» im Vordergrund.<sup>160</sup> Das KAG definiert den territorialen Geltungsbereich für schweizerische kollektive Kapitalanlagen nicht. Jedoch enthält die Legaldefinition von Art. 119 ein örtliches Unterkennzeichen. Daraus erhellt, dass sich der territoriale Geltungsbereich des KAG nicht allein aus Art. 2 erschliesst, sondern vielmehr im Zusammenhang mit der Trennung zwischen schweizerischen und ausländischen kollektiven Kapitalanlagen gem. Art. 119 gelesen werden muss.<sup>161</sup> 54

Wie im Rahmen der Ausführungen zum sachlichen Geltungsbereich bereits erwähnt wurde, ist allen ausländischen kollektiven Kapitalanlagen gemeinsam, dass sich deren *Sitz und Hauptverwaltung im Ausland* befindet.<sup>162</sup> Dies bedeutet im Umkehrschluss, dass kollektive Kapitalanlagen, deren Sitz und Hauptverwaltung sich in der Schweiz befinden, als schweizerische kollektive Kapitalanlage gelten.<sup>163</sup> Auf diese Weise bildet Art. 119 die Grundlage zur Bestimmung des räumlichen Geltungsbereichs sowohl von schweizerischen wie auch von ausländischen kollektiven Kapitalanlagen.<sup>164</sup> 55

---

<sup>158</sup> Ähnlich JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 66; NAGEL § 3 N 151.

<sup>159</sup> Zu derartigen Missbräuchen kommt es beispielsweise in Situationen, in denen eine kollektive Kapitalanlage nur zum Schein in einer bestimmten Jurisdiktion gegründet wird, um von laxeren Aufsichtsbestimmungen zu profitieren, vgl. JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 14 N 680 und 687.

<sup>160</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 44.

<sup>161</sup> BRAND, § 6 N 114; BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 3.

<sup>162</sup> Art. 119 Abs. 1 und 2 KAG; vgl. dazu JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 14 N 681.

<sup>163</sup> BRAND, § 6 N 115; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 14 N 681. Für den Fall, dass sich entweder der Sitz oder die Hauptverwaltung einer kollektiven Kapitalanlage im Ausland befindet, vgl. unten, [N 63 ff.](#)

<sup>164</sup> BRAND, § 6 N 115; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 14 N 681.

## 2. Sitz und Hauptverwaltung

### 2.1 Sitz

- 56 Weder das KAG noch die dazugehörigen Verordnungen geben preis, wie das Merkmal «Sitz einer kollektiven Kapitalanlage» zu definieren ist.<sup>165</sup> Abzustellen ist daher auf den in den Statuten oder im Gesellschaftsvertrag bezeichneten Ort.<sup>166</sup> Wurde kein entsprechender Sitz bestimmt, wird in analoger Anwendung von Art. 21 Abs. 2 IPRG auf den Ort der tatsächlichen Verwaltung abgestellt.<sup>167</sup> Der Sitz muss sich nicht zwangsläufig am selben Ort wie die Hauptverwaltung befinden, sofern beide in der Schweiz sind.<sup>168</sup>

### 2.2 Hauptverwaltung

- 57 Die Hauptverwaltung befindet sich grundsätzlich dort, wo der Schwerpunkt der tatsächlichen Geschäftstätigkeit liegt.<sup>169</sup> Während das Merkmal der «Hauptverwaltung in der Schweiz» für den vertraglichen Anlagefonds positivrechtlich festgelegt wurde,<sup>170</sup> ist dies bei gesellschaftsrechtlich organisierten kollektiven Kapitalanlagen nicht der Fall.<sup>171</sup>

#### a. Fondsleitung

- 58 Mit Inkrafttreten des FINIG wurde die Regelung der Fondsleitung aus dem KAG in das FINIG überführt.<sup>172</sup> Während also der Begriff der Hauptverwaltung in der Schweiz für die Fondsleitung vor Inkrafttreten des FINIG im KAG festgelegt wurde, befindet sich die entsprechende Regelung nun im FINIG und der

---

<sup>165</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 45.

<sup>166</sup> Vgl. hierzu SCHÄREN, welcher sich auf eine «rein formelle» Betrachtung beruht, vgl. SCHÄREN, Unterstellungsfragen 45. So implizit auch die EBK, vgl. EBK-Bull. 49/2006 192.

<sup>167</sup> BRAND, § 6 N 117; BSK KAG-COMTESSE/FISCHER, Art. 119 N 30a; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 45.

<sup>168</sup> Nota bene bleibt eine Fondsleitung dem KAG bis zur ordnungsgemässen Löschung im Handelsregister unterstellt, wenn sie ihren tatsächlichen Verwaltungssitz ins Ausland verlegt. Die Aufsichtsbehörde entzieht in diesem Fall jedoch die Bewilligung und erlässt eine Sicherstellungsverfügung, vgl. dazu BSK KAG-MAURENBACHER, Art. 28 N 12.

<sup>169</sup> BRAND, § 6 N 118; BSK KAG-COMTESSE/FISCHER, Art. 119 N 30b; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 14 N 685.

<sup>170</sup> Vgl. unten, [N 58 ff.](#)

<sup>171</sup> Vgl. unten, [N 62.](#)

<sup>172</sup> Art. 32 ff. FINIG.

dazugehörigen Verordnung. Die Fondsleitung muss die Form einer Aktiengesellschaft haben, deren Sitz und Hauptverwaltung in der Schweiz ist.<sup>173</sup> Wann konkret die Hauptverwaltung in der Schweiz vorliegt, wird durch Art. 50 FINIV vorgegeben.

Zunächst müssen die unübertragbaren und unentziehbaren Aufgaben des Verwaltungsrates in der Schweiz wahrgenommen werden.<sup>174</sup> Damit dürfte einhergehen, dass auch wichtige Verwaltungsratssitzungen regelmässig in der Schweiz abzuhalten sind.<sup>175</sup> Sodann haben für jeden von der Fondsleitung verwalteten Anlagefonds mindestens folgende Aufgaben in der Schweiz zu erfolgen:<sup>176</sup>

- Entscheid über die Ausgabe von Anteilen;
- Entscheid über die Anlagepolitik und die Bewertung der Anlagen;
- Bewertung der Anlagen;
- Festlegung der Ausgabe- und Rücknahmepreise;
- Festsetzung der Gewinnausschüttungen;
- Festlegung des Inhalts des Prospekts und des Basisinformationsblatts, des Jahres- bzw. Halbjahresberichts sowie weiterer für Anleger bestimmter Publikationen;
- Führung der Buchhaltung.

<sup>173</sup> Art. 33 Abs. 1 FINIG.

<sup>174</sup> Art. 50 lit. a FINIV i.V.m. Art. 716a OR. Erforderlich ist demnach, dass die Oberleitung der Gesellschaft und die Erteilung der nötigen Weisungen in der Schweiz wahrgenommen werden (Art. 716a Abs. 1 Ziff. 1 OR). Zudem hat die Festlegung der Organisation (Art. 716a Abs. 1 Ziff. 2 OR); die notwendige Ausgestaltung des Rechnungswesens, die Finanzkontrolle sowie Finanzplanung (Art. 716a Abs. 1 Ziff. 3 OR); die Ernennung und Abberufung der mit der Geschäftsführung und der Vertretung betrauten Personen (Art. 716a Abs. 1 Ziff. 4 OR); die Oberaufsicht über die mit der Geschäftsführung betrauten Personen, namentlich im Hinblick auf die Befolgung der Gesetze, Statuten, Reglemente und Weisungen (Art. 716a Abs. 1 Ziff. 5 OR); die Erstellung des Geschäftsberichtes sowie die Vorbereitung der Generalversammlung (Art. 716a Abs. 6 Ziff. 1 OR) und die Ausführung ihrer Beschlüsse und die Benachrichtigung des Richters im Falle der Überschuldung in der Schweiz zu erfolgen (Art. 716a Abs. 1 Ziff. 7 OR).

<sup>175</sup> So BSK KAG-MAURENBACHER, Art. 28 N 14 m.w.H.

<sup>176</sup> Art. 50 lit. b Ziff. 1-7 FINIV; vgl. dazu BSK KAG-MAURENBACHER, Art. 28 N 14.

- 60 Von einer Hauptverwaltung im Ausland ist nur dann auszugehen, wenn alle Aufgaben gem. Art. 50 FINIV *kumulativ* im Ausland wahrgenommen werden.<sup>177</sup> Werden hingegen nicht alle der in Art. 50 FINIV normierten Aufgaben im Ausland wahrgenommen, ist von einer Hauptverwaltung in der Schweiz auszugehen. In diesem Fall prüft die Aufsichtsbehörde, ob damit allenfalls ein unzulässiges Angebot eines unbewilligten ausländischen Anlagefonds vorliegt.<sup>178</sup>
- 61 Überdies ist darauf hinzuweisen, dass Art. 50 FINIV auf offene kollektive Kapitalanlagen zugeschnitten ist. Eine analoge Anwendung der in Art. 50 FINIV normierten Kriterien bei geschlossenen Anlageformen ist daher nur dann sachgerecht, wenn es im Einzelfall Sinn macht.<sup>179</sup>

## b. SICAV, SICAF und KmGK

- 62 Für die gesellschaftsrechtlich organisierten kollektiven Kapitalanlagen (SICAV, KmGK und SICAF) sieht das KAG keine Anhaltspunkte vor, um zu bestimmen, ob sich die Hauptverwaltung der kollektiven Kapitalanlage in der Schweiz befinden muss und welche Aufgaben dafür zwingend in der Schweiz erbracht werden müssen.<sup>180</sup> In der Literatur wird regelmässig vertreten, dass die Kriterien, die eine Hauptverwaltung in der Schweiz für die Fondsleitung gem. Art. 50 FINIV bestehen,<sup>181</sup> als allgemeiner Massstab zur Ortung der Hauptverwaltung bei allen Formen von kollektiven Kapitalanlagen herangezogen wer-

---

<sup>177</sup> BSK KAG-MAURENBACHER, Art. 28 N 14 und 16; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 14 N 685; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 48; SCHLEIFFER/REINWALD/SCHÄRLI, 142; SCHLEIFFER/FISCHER 203 f.; differenzierend BIZZOZERO/ROBINSON 104. Das Erfordernis, dass alle Aufgaben gem. Art. 50 FINIV *kumulativ* im Ausland wahrgenommen werden müssen, wird damit begründet, dass aus aufsichtsrechtlicher Sicht nur dann eine Garantie dafür besteht, dass eine Unterstellung unter den Geltungsbereich des KAG «nicht durch einen fiktiven ausländischen Sitz» zu umgehen versucht wird, vgl. SCHÄREN, Unterstellungsfragen 48. Zur umstrittenen Rechtslage unter dem AFG vgl. SCHÄREN, Unterstellungsfragen 45 f.; BSK KAG-COMTESSE/FISCHER, Art. 119 N 30c.

<sup>178</sup> BSK KAG-MAURENBACHER, Art. 28 N 16.

<sup>179</sup> Beispielsweise kommt es bei geschlossenen kollektiven Kapitalanlagen nicht zu einer Festlegung der Ausgabe- und Rücknahmepreise gem. Art. 50 lit. b Ziff. 4 FINIV, vgl. JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 14 N 685.

<sup>180</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 47.

<sup>181</sup> Vgl. dazu oben, [N 59 f.](#)

den können.<sup>182</sup> Diese Vorgehensweise kann nach der hier vertretenen Ansicht befürwortet werden, zumal die FINMA (immerhin) für die SICAV in einem Rundschreiben auf die Rechtslage zur Fondsleitung verwiesen hat.<sup>183</sup>

### 2.3 Auseinanderklaffen von Sitz und Fondsleitung

Fraglich ist, ob der territoriale Geltungsbereich des KAG (nur dann) berührt ist, wenn sich Sitz *und* Hauptverwaltung in der Schweiz befinden, oder der örtliche Geltungsbereich vielmehr bereits dann eröffnet ist, wenn sich (nur) der Sitz oder (nur) die Hauptverwaltung einer kollektiven Kapitalanlage in der Schweiz befindet. 63

#### a. Hauptverwaltung in der Schweiz, Sitz im Ausland

In der Konstellation, in der sich die Hauptverwaltung einer kollektiven Kapitalanlage in der Schweiz, jedoch der Sitz im Ausland befindet, ist u.E. in Einklang mit der Behördenpraxis von einer schweizerischen kollektiven Kapitalanlage auszugehen.<sup>184</sup> Die Vorschriften des KAG über schweizerische kollektive Kapitalanlagen finden bei einer solchen Sachlage Anwendung.<sup>185</sup> 64

Unter dem AFG bildete sich zu dieser Ansicht eine abweichende Lehrmeinung, die forderte, dass nur dann von einem ausländischen Anlagefonds ausgegangen werden könne, wenn sich *sowohl* der Sitz *als auch* die Hauptverwaltung im Ausland befinden.<sup>186</sup> Es wurde gestützt auf das Bundesgericht vertreten,<sup>187</sup> dass sich das anwendbare Recht im internationalen Gesellschaftsrecht nach dem Ort der Gründung der Gesellschaft beurteile, selbst wenn sich der tatsächliche Sitz an einem anderen Ort befinde (sog. Inkorporationstheorie).<sup>188</sup> Der Gesetzgeber habe sich bei Art. 154 IPRG strikt für die Inkorporationstheorie entschieden und die Bedingung des fiktiven Sitzes im Ausland aufgegeben. 65

<sup>182</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 14 N 685; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 47; SCHLEIFFER/FISCHER 203.

<sup>183</sup> FINMA-RS 2008/37 «Delegation», N 40, 44; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 47.

<sup>184</sup> Die eidgenössische Bankenkommision hat ein Vehikel, welches seinen Sitz im Ausland, jedoch die Hauptverwaltung in der Schweiz hatte, als schweizerische kollektive Kapitalanlage qualifiziert, vgl. EBK-Bull. 49/2006 193.

<sup>185</sup> So auch BRAND, § 6 N 115; BSK KAG-COMTESSE/FISCHER, Art. 119 N 31; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 48.; SCHLEIFFER/FISCHER 202 f.

<sup>186</sup> KÜHNE, Bewilligungspflicht 151.

<sup>187</sup> BGE 117 II 494 ff.

<sup>188</sup> Vgl. KÜHNE, Bewilligungspflicht 151.

- 66 Bei dieser Betrachtungsweise wird jedoch ausser Acht gelassen, dass Art. 154 IPRG ausschliesslich die Frage beantwortet, ob ausländisches oder schweizerisches Gesellschaftsrecht, d.h. materielles Zivilrecht anwendbar ist.<sup>189</sup> Zwar enthält das KAG durchaus zivil- und gesellschaftsrechtliche Bestimmungen.<sup>190</sup> Gem. Art. 1 lit. c FINMAG gilt das KAG jedoch als Finanzmarktgesetz. Es fällt in den Zuständigkeitsbereich der FINMA, womit die verwaltungs- und aufsichtsrechtliche Natur des KAG als verwaltungspolizeilicher Schnittstellenerlass hervorgehoben wird.<sup>191</sup> Die Anwendbarkeit des schweizerischen Aufsichtsrechts, wie es das KAG darstellt, ist weder Gegenstand von Art. 154 IPRG noch vom besagten Bundesgerichtsentscheid.<sup>192</sup> Darüber hinaus wäre – selbst wenn man dem Bundesgericht mit Blick auf die Frage des räumlichen Geltungsbereichs des KAG beipflichten wollte – Art. 119 im Verhältnis zu Art. 154 IPRG als *lex specialis* zu betrachten.<sup>193</sup> Art. 119 zielt zudem gerade nicht darauf ab, nach welchem Recht die kollektive Kapitalanlage gegründet bzw. organisiert wurde, sondern auf den Sitz und den Ort der Hauptverwaltung.<sup>194</sup>
- 67 Eine neuere Lehrmeinung will das Kollisionsrecht nach Art. 150 ff. IPRG bei der Qualifikation gesellschaftsrechtlicher kollektiver Kapitalanlagen als schweizerische oder ausländische kollektive Kapitalanlagen anwenden.<sup>195</sup> Auch hier wird wiederum verkannt, dass das IPRG nur zivilrechtliche Vorschriften koordiniert, und für das Aufsichtsrecht nicht zur Anwendung gelangt.<sup>196</sup>

## b. Hauptverwaltung im Ausland, Sitz in der Schweiz

- 68 Liegt eine Konstellation vor, bei der sich die Hauptverwaltung einer kollektiven Kapitalanlage mit Sitz in der Schweiz, im Ausland befindet, ist mit der herrschenden Lehre von einer schweizerischen kollektiven Kapitalanlage aus-

---

<sup>189</sup> BSK KAG-COMTESSE/FISCHER, Art. 119 N 32; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 49. Vgl. dazu auch JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 14 N 681.

<sup>190</sup> Vgl. etwa Art. 36 ff. und Art. 110 ff. KAG. Vgl. dazu bereits die Botschaft AFG 1965 283.

<sup>191</sup> Vgl. dazu JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 2 N 12 ff.; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 4.

<sup>192</sup> BSK KAG-COMTESSE/FISCHER, Art. 119 N 32.

<sup>193</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 49.

<sup>194</sup> Im Gegensatz zu Art. 154 IPRG entspricht Art. 119 KAG damit nicht einer strikten Inkorporationstheorie, sondern hält ausdrücklich fest, dass der Ort der Verwaltung auch ein Kriterium darstellt, vgl. BSK KAG-COMTESSE/FISCHER, Art. 119 N 32.

<sup>195</sup> HEBERLEIN 7.

<sup>196</sup> BSK KAG-COMTESSE/FISCHER, Art. 119 N 33; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 50.



zugehen.<sup>197</sup> Grund hierfür ist nicht zuletzt der Umstand, dass eine Kollektivanlage, welche ihren Sitz in der Schweiz hat und vom «Ruf des Schweizer Finanzplatzes profitieren möchte», auch den Vorschriften für schweizerische kollektive Kapitalanlagen unterstehen sollte.<sup>198</sup> Das entsprechende Vehikel mit Sitz in der Schweiz und Hauptverwaltung im Ausland untersteht den aufsichtsrechtlichen Regeln für schweizerische kollektive Kapitalanlagen.

---

<sup>197</sup> Vgl. BRAND, § 6 N 115; BSK KAG-COMTESSE/FISCHER, Art. 119 N 34; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 14 N 687; HEBERLEIN 7; KÜHNE, Bewilligungspflicht 152; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 50 f.; SCHLEIFFER/FISCHER 202 f.; a.M. MÜLLER, Investmentgesellschaft 130 ff.

<sup>198</sup> BRAND, § 6 N 116; BSK KAG-COMTESSE/FISCHER, Art. 119 N 34.



## § 6 Zeitlicher Geltungsbereich

### 1. Zeitspanne der KAG-Geltung

Der Anwendungsbereich des KAG gilt als eröffnet, sobald die Essentialia der kollektiven Kapitalanlage i.S.v. Art. 7 kumulativ vorliegen. Dies gilt unabhängig von der Ausgestaltung der entsprechenden Anlage und der Frage, ob sie eine offene oder geschlossene Form aufweist. Die Konstituierung als Anlagefonds,<sup>199</sup> SICAV,<sup>200</sup> KmGK<sup>201</sup> oder SICAF<sup>202</sup> begründet also chronologisch betrachtet nicht die Unterstellung unter das KAG, sondern bildet vielmehr die Folge einer Unterstellung.<sup>203</sup> 69

Kommt es zu einer Situation, in der zwar die Merkmale des Kollektivanlagenbegriffs gem. Art. 7 Abs. 1 erfüllt sind, jedoch die Voraussetzungen einer durch das KAG zur Verfügung gestellten Ausgestaltungsvariante (Anlagefonds, SICAV, KmGK oder SICAF) nicht vorliegen, darf man nicht etwa davon ausgehen, dass die kollektive Kapitalanlage bewilligungsfrei betrieben werden kann, oder der Geltungsbereich des KAG (noch) nicht eröffnet ist.<sup>204</sup> 70

In einem solchen Fall ist die kollektive Kapitalanlage vielmehr dazu angehalten, die Herstellung eines bewilligungsfähigen Zustands zu bewerkstelligen, d.h. die Anforderungen, welche das KAG für die entsprechende Form (Anlagefonds, SICAF, KmGK oder SICAF) vorsieht, umzusetzen.<sup>205</sup> Andernfalls müssen die Personen, die mit der Verwaltung, Verwahrung oder dem Anbieten der kollektiven Kapitalanlage betraut sind, ihre Tätigkeit einstellen.<sup>206</sup> Geschieht dies nicht, würde die entsprechende kollektive Kapitalanlage als Gesellschaft, die ohne Bewilligung einer nach dem KAG bewilligungspflichtigen Tätigkeit nachgeht, zum Adressaten in einem Unterstellungsverfahren der FINMA werden, womit die FINMA ein illegal tätiges Finanzinstitut in der Regel dazu auffordert, 71

---

<sup>199</sup> Art. 25 ff. KAG.

<sup>200</sup> Art. 36 ff. KAG.

<sup>201</sup> Art. 98 ff. KAG.

<sup>202</sup> Art. 110 ff. KAG.

<sup>203</sup> COURVOISIER/SCHMITZ 409.

<sup>204</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 16.

<sup>205</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 16.

<sup>206</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 16.

entweder nachträglich ein Bewilligungsgesuch einzureichen oder die Geschäftstätigkeit so zu ändern, dass sie nicht mehr mit dem entsprechenden Finanzmarkterlass in Konflikt gerät.<sup>207</sup>

- 72 Hinzu kommt, dass wer vorsätzlich ohne Bewilligung oder Genehmigung eine kollektive Kapitalanlage bildet mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder Geldstrafe bestraft wird.<sup>208</sup>

## 2. Exkurs: Intertemporalrechtliche Aspekte der FIDLEG/FINIG-Neuerungen

- 73 Die zeitliche Geltung eines Rechtsaktes beginnt grundsätzlich mit dessen Inkrafttreten und endet mit dessen Ausserkrafttreten.
- 74 Mit Blick auf die zuletzt erfolgte Revision des KAG im Rahmen der FIDLEG/FINIG-Novelle und den damit einhergehenden KAG-Änderungen hinsichtlich einzelner Institutsbewilligungen und dem Prospektrecht ist auf das Prinzip der intertemporalrechtlichen Hauptregel der Nichtrückwirkung hinzuweisen.<sup>209</sup>
- 75 Um diesem Prinzip Rechnung zu tragen, sehen FIDLEG und FINIG Übergangsbestimmungen und Anpassungsfristen vor, die es den Betroffenen ermöglichen, sich auf das neue Recht einzustellen und die notwendigen Vorkehrungen zu ergreifen.
- 76 Für Effekten, für die vor dem Inkrafttreten ein öffentliches Angebot unterbreitet oder um Zulassung zum Handel auf einem Handelsplatz ersucht wurde und für Finanzinstrumente, die vor dem Inkrafttreten Privatkunden angeboten wurden, gelten die neuen FIDLEG-Prospektvorschriften erst nach Ablauf von

---

<sup>207</sup> BSK FINMAG-MAURENBRECHER/TERLINDEN, Art. 35 N 38 f.

<sup>208</sup> Art. 148 Abs. 1 lit. b. Bei fahrlässiger Tatbegehung liegt das Höchstmass bei einer Busse bis zu CHF 250'000 (Art. 148 Abs. 2 KAG). Was unter der «Bildung» einer kollektiven Kapitalanlage i.S.v. Art. 148 Abs. 1 lit. b zu verstehen ist, ist nicht restlos geklärt. Vgl. zu den auseinandergehenden Lehrmeinungen BSK KAG-LEBRECHT/REUTTER, Art. 148 N 2 und SCHÄREN, Unterstellungsfragen 270 f.

<sup>209</sup> Eine echte Rückwirkung liegt vor, wenn ein neues Recht an einen Sachverhalt anknüpft, der sich vor seinem Inkrafttreten ereignet hat, und vor Inkrafttreten der neuen Norm abgeschlossen ist. Im Falle der unechten Rückwirkung liegt ein Sachverhalt vor, der vor Inkrafttreten einer neuen Norm eintrat, aber bei Inkrafttreten des neuen Rechts noch andauert, vgl. dazu im Allgemeinen KÜHNE, Praxis § 21 N 1303; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 21.

zwei Jahren seit dem Inkrafttreten des FIDLEG.<sup>210</sup> Der Bundesrat kann diese Frist für Effekten verlängern, wenn dies infolge einer verzögerten Inbetriebnahme der Prüfstelle angezeigt sein sollte.<sup>211</sup>

Ferner bedürfen Finanzinstitute, die bei Inkrafttreten des FINIG über eine Bewilligung nach einem Finanzmarktgesetz gem. Art. 1 Abs. 1 FINMAG für die entsprechende Tätigkeit verfügen, keiner neuen Bewilligung. Allerdings müssen sie die Anforderungen des FINIG innert eines Jahres seit dessen Inkrafttreten erfüllen.<sup>212</sup> Diese Übergangsfrist trifft auf Verwalter von Kollektivvermögen sowie Fondsleitungen zu, die bereits unter dem aKAG – welches ein Finanzmarktgesetz nach Art. 1 Abs. 1 FINMAG darstellt – eine Bewilligung benötigten.<sup>213</sup>

77

---

<sup>210</sup> Art. 95 Abs. 4 lit. a und b FIDLEG.

<sup>211</sup> Art. 95 Abs. 5 FIDLEG.

<sup>212</sup> Art. 74 Abs. 1 FINIG.

<sup>213</sup> Art. 13 Abs. 2 lit. a und f aKAG.



## § 7 Ausnahmen vom Geltungsbereich

Art. 2 Abs. 2 enthält aus Gründen der Rechtssicherheit einen nicht abschliessenden Negativkatalog von kollektiven Kapitalanlagen, der präzisiert, welche Anlageformen dem KAG nicht unterstehen.<sup>214</sup> Wie anschliessend zu zeigen sein wird, liegen den Ausnahmebestimmungen aufsichtsrechtliche, steuerliche oder politische Umstände zugrunde.<sup>215</sup> Anhand des Ausnahmenkatalogs soll dem Begriff der kollektiven Kapitalanlage gem. Art. 7 konkrete Gestalt verliehen werden.<sup>216</sup> Bei genauer Betrachtung handelt es sich bei den im Katalog aufgeführten Tatbeständen jedoch vorwiegend um «deklaratorische Ausnahmen», die sich bereits aus einer Auslegung des Begriffs der kollektiven Kapitalanlage gem. Art. 7 ergeben.<sup>217</sup>

78

Bemerkenswerterweise fand der Katalog ursprünglich auf ausländische kollektive Kapitalanlagen keine Anwendung.<sup>218</sup> Ausländische kollektive Kapitalanlagen, für die in oder von der Schweiz aus öffentlich geworben wurde, waren gem. Art. 2 Abs. 4 aKAG, unabhängig von ihrer Rechtsform, den Art. 119 ff. aKAG unterstellt.<sup>219</sup> Dem wurde regelmässig entgegengehalten, dass es wenig sachgerecht erscheine, dass der Ausnahmenkatalog, welcher zahlreiche Tatbestände enthält, die auch für ausländische Anlageformen zutreffen, nur für schweizerische Anlageformen gelten soll, obschon aufgrund der Systematik und des Wortlautes des Gesetzes keine solche Einschränkung vorgesehen ist.<sup>220</sup>

79

Im Rahmen der Teilrevision des KAG im Jahr 2013 wurde Art. 2 Abs. 4 aKAG jedoch gestrichen, womit der Ausnahmekatalog auch auf ausländische kollektive Kapitalanlagen Anwendung findet.<sup>221</sup> Dies erscheint u.E. sachgerecht, denn wenn dem nicht so wäre, hätte eine ausländische Anlageform, welche eigentlich einem der in Art. 2 Abs. 2 erwähnten Ausnahmetatbestände entsprechen

80

---

<sup>214</sup> Botschaft KAG 2005 6414, 6436.

<sup>215</sup> FHB Verwaltungsrecht-VOGT SCHOLLER/RAYROUX/TSCHERRIG, N 5.13.

<sup>216</sup> BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 4. Vgl. dazu auch COURVOISIER/SCHMITZ 410 f.

<sup>217</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 226. Ähnlich COURVOISIER/SCHMITZ 411 f., die jedoch dahingehend relativieren, dass immerhin die Ausnahmen für die unternehmerisch tätigen Gesellschaften und die Holdinggesellschaften gem. Art. 2 Abs. 2 lit. d und e KAG zur Konkretisierung von Art. 7 KAG beitragen.

<sup>218</sup> Botschaft KAG 2005 6436.

<sup>219</sup> Art. 2 Abs. 4 aKAG (2006).

<sup>220</sup> BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 4; ähnlich COURVOISIER/SCHMITZ 411.

<sup>221</sup> KÜHNE, Praxis § 2 N 177.

würde, einen Vertreter und eine Zahlstelle in der Schweiz zu beauftragen.<sup>222</sup> Zudem würde eine Nichtanwendung des Ausnahmekatalogs auf ausländische Anlageformen eine Ungleichbehandlung gegenüber ausländischen Finanzdienstleistern begünstigen, und dem Schaffen eines «level playing fields» widersprechen.<sup>223</sup>

- 81 Der Ausnahmekatalog gem. Art. 2 Abs. 2 erfuhr zuletzt mit Inkrafttreten des FIDLEG und FINIG weitgehende Veränderungen. So waren gem. Art. 2 Abs. 2 lit. h aKAG Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen, deren Anleger i.S.v. Art. 10 Abs. 3, 3<sup>bis</sup> oder 3<sup>ter</sup> aKAG qualifiziert waren und bestimmte Voraussetzungen erfüllten, dem KAG nicht unterstellt.<sup>224</sup> Da die Verwaltung kollektiver Kapitalanlagen wie erwähnt mit Inkrafttreten des FINIG in den dortigen Geltungsbereich verschoben wurde, ist die entsprechende Ausnahmebestimmung im KAG ersatzlos gestrichen und durch Art. 24 Abs. 2 FINIG ersetzt worden. Sind die im FINIG vorausgesetzten Kriterien für die Erfassung eines Vermögensverwalters als Verwalter von Kollektivvermögen i.S.v. Art. 24 ff. FINIG nicht gegeben, so gilt der jeweilige Vermögensverwalter als «einfacher» Vermögensverwalter nach Art. 17 Abs. 1 FINIG.

## 1. Einrichtungen der beruflichen Vorsorge, einschliesslich Anlagestiftungen

- 82 Zunächst sind «Einrichtungen und Hilfseinrichtungen der beruflichen Vorsorge, einschliesslich Anlagestiftungen», dem KAG nicht unterstellt (Art. 2 Abs. 2 lit. a).

---

<sup>222</sup> BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 4.

<sup>223</sup> BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 4; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 226. Vgl. zum «level playing field» Botschaft FIDLEG/FINIG 2015 9084.

<sup>224</sup> Die verwalteten Vermögenswerte, einschliesslich der durch Einsatz von Hebelfinanzierungen erworbenen Vermögenswerte, durften insgesamt höchstens 100 Millionen Franken betragen (Art. 2 Abs. 2 lit. h Ziff. 1 aKAG). Die verwalteten Vermögenswerte der kollektiven Kapitalanlagen konnten nicht aus hebelfinanzierten kollektiven Kapitalanlagen bestehen, die für einen Zeitraum von fünf Jahren nach der Tätigung der ersten Anlage in jeden dieser kollektiven Kapitalanlagen keine Rücknahmerechte ausüben durften, und betragen höchstens 500 Millionen Franken (Art. 2 Abs. 2 lit. h Ziff. 2 aKAG). Die Anleger konnten ausschliesslich Konzerngesellschaften der Unternehmensgruppe sein, zu welcher der Vermögensverwalter gehörte (Art. 2 Abs. 2 lit. h Ziff. 3 aKAG).



Umfasst sind alle Einrichtungen, die der Aufsicht nach Art. 61 BVG unterstellt und als juristische Personen ausgestaltet sind.<sup>225</sup> Die Aufsicht nach Art. 61 BVG wird durch die Verordnung über die Aufsicht in der beruflichen Vorsorge konkretisiert.<sup>226</sup> Dort wird festgelegt, dass jede der kantonalen Aufsichtsbehörden ein Verzeichnis der beaufsichtigten Einrichtungen zu führen hat.<sup>227</sup> Dieses enthält das Register für die berufliche Vorsorge nach Art. 48 BVG<sup>228</sup> und eine Liste der nicht registrierten Vorsorgeeinrichtungen sowie der Einrichtungen, die nach ihrem Zweck der beruflichen Vorsorge dienen.<sup>229</sup>

83

Neben den BVG-registrierten Vorsorgeeinrichtungen sind insb. auch Freizügigkeits- und Anlagestiftungen der BVG-Aufsicht unterstellt.<sup>230</sup> Als Anlagestiftungen gelten Einrichtungen, die der beruflichen Vorsorge dienen.<sup>231</sup> Sie bezwecken die gemeinsame Anlage und Verwaltung der ihr anvertrauten Vorsorgegelder.<sup>232</sup> Den Anlegerkreis einer Anlagestiftung bilden Vorsorgeeinrichtungen sowie sonstige steuerbefreite Einrichtungen mit Sitz in der Schweiz, die nach ihrem Zweck der beruflichen Vorsorge dienen.<sup>233</sup>

84

---

<sup>225</sup> Botschaft KAG 2005 6436. Gem. Art. 61 BVG bezeichnen die Kantone die zuständige Behörde für die Aufsicht über die Vorsorgeeinrichtungen sowie die Einrichtungen, die nach ihrem Zweck der beruflichen Vorsorge dienen, mit Sitz im Kantonsgebiet (Abs. 1). Die Kantone können zudem gemeinsame Aufsichtsregionen bilden und dafür eine Aufsichtsbehörde bezeichnen (Abs. 2). Die Aufsichtsbehörde ist eine öffentlich-rechtliche Anstalt mit eigener Rechtspersönlichkeit und unterliegt in ihrer Tätigkeit keinen Weisungen (Abs. 3). Soweit regionale Aufsichtsbehörden bestehen, basieren diese auf Staatsverträgen bzw. auf Konkordaten. Sie verfügen über einen Verwaltungsrat, der vom zuständigen Regierungsrat oder den zuständigen Regierungen (bei regionalen Aufsichtsinstanzen) gewählt wird und der die strategische Leitung der Aufsichtsbehörde wahrnimmt. Grundsätzlich kann der Verwaltungsrat gestützt auf den Basiserlass die weiteren Ausführungsbestimmungen für die Aufsichtsanstalt erlassen; dazu gehören insb. die Gebührenordnungen sowie teilweise Ausführungsbestimmungen über den Rechtsweg oder zum Personalrecht, vgl. zum Ganzen SK Sozialversicherungsrecht BVG-RUGGLI, Art. 61 N 13.

<sup>226</sup> SK Sozialversicherungsrecht BVG-RUGGLI, Art. 61 N 4.

<sup>227</sup> Art. 3 Abs. 1 BVV.

<sup>228</sup> Art. 3 Abs. 2 lit. a BVV.

<sup>229</sup> Art. 3 Abs. 2 lit. b BVV. Das Verzeichnis ist öffentlich und wird im Internet publiziert (Art. 3 Abs. 4 BVV).

<sup>230</sup> SK Sozialversicherungsrecht BVG-RUGGLI, Art. 61 N 4.

<sup>231</sup> Art. 53g Abs. 2 BVG.

<sup>232</sup> Art. 53g Abs. 1 BVG.

<sup>233</sup> Art. 1 lit. a ASV. Zudem können Personen, die kollektive Anlagen der Einrichtungen nach Art. 1 lit. a ASV verwalten, von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) beaufsichtigt werden und bei der Stiftung ausschliesslich Gelder für diese Einrichtungen anlegen Anleger einer Anlagestiftung sein (Art. 1 lit. b ASV).

- 85 Vereine und Stiftungen i.S. des ZGB unterstehen dem KAG grundsätzlich ohnehin nicht.<sup>234</sup> Da Anlagestiftungen jedoch nicht klassische Stiftungen i.S. des ZGB, sondern «ökonomisch» ebenfalls kollektive Kapitalanlagen darstellen, wurden sie nach dem Grundsatz «same business – same risks – same rules» vom Geltungsbereich explizit ausgenommen.<sup>235</sup> Die Nichtunterstellung von Anlagestiftungen war im Rahmen der KAG-Vernehmlassung keineswegs unbestritten. Namentlich der schweizerische Versicherungsverband unterstütze eine Unterstellung der Anlagestiftungen unter der Voraussetzung der steuerlichen Transparenz.<sup>236</sup>
- 86 Keine Anwendung findet die Ausnahmebestimmung gem. Art. 2 Abs. 2 lit. a namentlich auf Annex-Einrichtungen wie Finanzierungsstiftungen und Sammelstiftungen, patronale Wohlfahrtsfonds und sonstige Drittsäuleeinrichtungen.<sup>237</sup>

## 2. Sozialversicherungen und Ausgleichskassen

- 87 Vom Geltungsbereich des KAG ausgenommen sind auch «Sozialversicherungs- und Ausgleichskassen» (Art. 2 Abs. 2 lit. b). Der Begriff stammt aus Art. 56 lit. f DBG,<sup>238</sup> welcher Ausnahmen von der subjektiven Steuerpflicht für die Gemeinwesen selber und für juristische Personen gewährt, die öffentliche oder gemeinnützige Zwecke erfüllen.<sup>239</sup> Es kann sich um öffentlich-rechtliche oder privatrechtlich konstituierte Körperschaften handeln.<sup>240</sup> Zum Wesen der steuerbefreiten Sozialversicherungskassen gehört deren versicherungsmässi-

---

<sup>234</sup> Vgl. dazu die Ausführungen zu Art. 2. Abs. 2 lit. g KAG.

<sup>235</sup> Botschaft KAG 2005 6436; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 122; KÜHNE, Praxis § 2 N 178; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 228.

<sup>236</sup> Dementgegen lehnte die UBS die Unterstellung der Anlagestiftungen unter das KAG aufgrund ihrer Nähe zu den Vorsorgeeinrichtungen ab, vgl. Erläuterungsbericht KAG 2003 12.

<sup>237</sup> Botschaft KAG 2005 6436.

<sup>238</sup> Botschaft KAG 2005 6436.

<sup>239</sup> OFK DBG-CADOSCH, Art. 56 N 1.

<sup>240</sup> Es haben nur diejenigen Einrichtungen Anspruch auf Steuerbefreiung, die den umschriebenen Sozialversicherungszwecken dienen. Dies sind heute im Wesentlichen der Sozialversicherungszwecken Bundesaufsicht unterstehende Einrichtungen. Aber auch versicherungsmässig organisierte Personalwohlfahrtsstiftungen können diese Voraussetzungen erfüllen, vgl. BSK DBG-GRETER/GRETER, Art. 56 N 17 ff.

ger Aufbau.<sup>241</sup> Damit gemeint ist, dass den Versicherten bei Eintritt des versicherten Ereignisses (Arbeitslosigkeit, Krankheit, etc.) planmässig festgesetzte, zahlenmässig bestimmbare Ansprüche zustehen.<sup>242</sup>

Mit Ausgleichskassen sind einerseits die auf Bundesrecht beruhenden Lohn- und Verdienstauegleichskassen, die juristische Personen des öffentlichen Rechtes darstellen, angesprochen. Andererseits gelten auch die zur Ausrichtung von Familienzulagen sowie anderen Sozialleistungen geschaffenen Kassen als Ausgleichskassen.<sup>243</sup>

88

Davon erfasst sind Arbeitslosen-, Krankenversicherungs-, Hinterbliebenen- sowie andere Kassen, wie etwa Invalidenkassen.<sup>244</sup> Ausgenommen sind die konzessionierten Versicherungsgesellschaften, die der Aufsicht des Bundes unterstehen.<sup>245</sup> Damit sind grundsätzlich alle spezialgesetzlich geregelten sozialen Einrichtungen von der Ausnahme gem. Art. 2 Abs. 2 lit. b erfasst.<sup>246</sup>

89

Schliesslich ist darauf hinzuweisen, dass eine Person, welche eine Ausnahme beansprucht, die Prüfung der subjektiven Steuerpflicht in einem Feststellungsverfahren verlangen kann.<sup>247</sup>

90

### 3. Öffentlich-rechtliche Körperschaften und Anstalten

Vom Anwendungsbereich des KAG ausgenommen sind auch «öffentlich-rechtliche Körperschaften und Anstalten» (Art. 2 Abs. 2 lit. c). Grund für diese Ausnahme ist dieselbe wie bei Art. 3 BankV, wonach Körperschaften und Anstalten des öffentlichen Rechts sowie Kassen, für die eine solche Körperschaft oder Anstalt vollumfänglich haftet, nicht als Banken gelten, auch wenn sie gewerbmässig Publikumseinlagen entgegennehmen.<sup>248</sup> Ratio legis ist, dass dort Ausnahmeregelungen vorgesehen werden, wo der Anlegerschutz ohnehin gewährleistet ist.<sup>249</sup>

91

---

<sup>241</sup> AGNER/JUNG/STEINMANN, 219 f.; BSK DBG-GRETER/GRETER, Art. 56 N 17 ff.

<sup>242</sup> AGNER/JUNG/STEINMANN, 219 f.; BSK DBG-GRETER/GRETER, Art. 56 N 17 ff.

<sup>243</sup> BSK DBG-GRETER/GRETER, Art. 56 N 17 ff.

<sup>244</sup> Art. 56 lit. f DBG.

<sup>245</sup> OFK DBG-CADOSCH, Art. 56 N 1.

<sup>246</sup> BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 7; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 228.

<sup>247</sup> OFK DBG-CADOSCH, Art. 56 N 1.

<sup>248</sup> BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 8; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 124; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 228;

<sup>249</sup> BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 8.

- 92 Fraglich ist zunächst, wie öffentlich-rechtliche Körperschaften und Anstalten im Komplex der Staatsverwaltung eingeordnet werden können. Die eigenen Behörden von Bund, Kantonen und Gemeinden gehören zum internen Apparat der Hauptverwaltungsträger. Sie verfügen selbst über keine Rechtspersönlichkeit, handeln direkt für Bund, Kantone und Gemeinden, und bilden damit die unmittelbare Staatsverwaltung.<sup>250</sup> Die Verwaltung verfügt jedoch auch über Einheiten ausserhalb der zentralen Organisation, die als dezentrale Verwaltung zusammengefasst wird.<sup>251</sup> Als solche Spezialverwaltungsbehörden gelten öffentliche Anstalten und öffentlich-rechtliche Körperschaften. Im Unterschied zur Zentralverwaltung werden dezentrale Verwaltungsträger nicht für die Hauptverwaltung aktiv, sondern handeln im eigenen Namen.<sup>252</sup>
- 93 Öffentliche Anstalten bilden Organisationsformen, die rechtlich verselbständigt neben der Zentralverwaltung stehen und üblicherweise in drei Erscheinungsformen eingeteilt werden: Selbstständige- und Unselbstständige Anstalten sowie öffentliche Stiftungen. Als selbstständige öffentliche Anstalten gelten etwa Organisationen im Bereich Bildung und Forschung (Hochschulen, Museen, Bibliotheken oder Theater) oder Versorgungs- und Verkehrsbetriebe oder gewisse Kantonalbanken (z.B. die Zürcher Kantonalbank). Zu den unselbstständigen öffentlichen Anstalten gehören etwa Schulen, Spitäler und Strafanstalten. Öffentliche Stiftungen bilden eine Unterart der öffentlichen Anstalten; zu ihnen gehört etwa die Stiftungen Pro Helvetia.<sup>253</sup>
- 94 Öffentlich-rechtliche Körperschaften sind rechtlich verselbständigte Organisationsformen, denen gewisse Verwaltungsgeschäfte übertragen werden.<sup>254</sup> Die Ausgestaltung öffentlich-rechtlicher Körperschaften folgt nicht allgemeinen Grundsätzen, sondern erschliesst sich erst im Einzelfall aufgrund der massgebenden Spezialgesetzgebung.<sup>255</sup> Differenziert wird gemeinhin zwischen Gebietskörperschaften,<sup>256</sup> Realkörperschaften<sup>257</sup> und Personalkörper-

---

<sup>250</sup> KARLEN 147.

<sup>251</sup> KARLEN 156.

<sup>252</sup> KARLEN 156.

<sup>253</sup> Vgl. zu Ganzen KARLEN 157 ff.

<sup>254</sup> KARLEN 160.

<sup>255</sup> KARLEN 160.

<sup>256</sup> Gebietskörperschaften knüpfen an ein bestimmtes Territorium an und umfassen alle selbstständigen Teile der föderalistischen Staatsorganisation, also Bund, Kantone und Gemeinden, vgl. KARLEN 161.

<sup>257</sup> Realkörperschaften werden zumeist für einzelne Aufgaben errichtet und sind zeitlich begrenzt. Beispiele sind etwa Damngenossenschaften und Alpkorporationen, vgl. KARLEN 162 f.

schaften. Zu letzteren gehören etwa die spezialgesetzlichen Aktiengesellschaften und Genossenschaften, die nicht dem Privatrecht unterstehen, sondern öffentlich-rechtlicher Natur sind. Beispielsweise gelten die Post, SBB und Swisscom, aber auch die Schweizerische Nationalbank und vereinzelte Kantonalbanken als Personalkörperschaften.<sup>258</sup>

Zusammengefasst betrifft die Ausnahme gem. Art. 2 Abs. 2 lit. c *alle* Institute des öffentlichen Rechts des Bundes, der Kantone und der Gemeinden, und zwar unabhängig davon, ob es sich um eine Personenvereinigung (Körperschaft) oder um ein Zweckvermögen (Anstalt) handelt.<sup>259</sup> 95

## 4. Operative Gesellschaften, die eine unternehmerische Tätigkeit ausüben

Ferner fallen operative Gesellschaften, die eine unternehmerische Tätigkeit ausüben, nicht unter den Geltungsbereich des KAG (Art. 2 Abs. 2 lit. d). 96

### 4.1 Problemaufriss

Nach der bundesrätlichen Botschaft sollen mit der Ausnahme für operative Gesellschaften Zehntausende von Aktiengesellschaften, welche akzessorisch für eigene Rechnung Kapitalanlagen tätigen und insb. auch Immobilien erwerben und veräussern dürfen, von vornherein nicht unter das Gesetz fallen.<sup>260</sup> Die Ausnahmebestimmung gem. Art. 2 Abs. 2 lit. d, welche als das eigentliche Kernstück des Ausnahmekatalogs von Art. 2 Abs. 2 gilt,<sup>261</sup> bildet aus mehreren Gründen eine dogmatisch verworrene Besonderheit in der Regelung des Geltungsbereichs des KAG. 97

Besonders ist zunächst, dass für operative Gesellschaften – anders als bei den anderen Ausnahmen – nicht bereits eine (anderweitige) staatliche Aufsicht besteht, der nicht vorgegriffen werden sollte.<sup>262</sup> 98

---

<sup>258</sup> Vgl. KARLEN 163.

<sup>259</sup> Botschaft KAG 2005 6437. In der Literatur wird gelegentlich die Frage aufgeworfen, ob die Solidität und letztlich die Haftung der öffentlichen Hand mit Blick auf den in Art. 1 KAG formulierten Gesetzeszweck eine sachgerechte Abgrenzung ist. Vgl. dazu BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 8.

<sup>260</sup> Botschaft KAG 2005 6414.

<sup>261</sup> So BLOCH/VON DER CRONE 218; COURVOISIER/SCHMITZ 412; BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 9.

<sup>262</sup> Vgl. dazu vertiefend BLOCH/VON DER CRONE 218; BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 9.

- 99 Aus systematischer Sicht kann sodann der Umstand, dass operative Gesellschaften schon allein deshalb nicht unter den Geltungsbereich des KAG fallen können, weil sie die Essentialia des Kollektivanlagenbegriffs gem. Art. 7 nicht erfüllen, die Zweckdienlichkeit dieser Ausnahmebestimmung in Frage stellen. Als kollektive Kapitalanlagen gelten Vermögen, die von Anlegern zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage aufgebracht und für deren Rechnung verwaltet werden.<sup>263</sup> Der Begriff der Kapitalanlage wird als «jede längerfristig geplante Anlage von Geldern zur Erzielung eines Ertrages oder eines Wertzuwachses oder wenigstens zur Erhaltung der Substanz» umschrieben.<sup>264</sup> Formen der aktiven Kapitalanlage, d.h. unternehmerische bzw. operative Gesellschaften, können also bereits aufgrund einer negativen Umschreibung des Kapitalanlagebegriffs gem. Art. 7 Abs. 1 nicht unter das KAG fallen.<sup>265</sup> In der Lehre wird daher regelmässig auf den deklaratorischen Charakter dieser Ausnahmebestimmung hingewiesen.<sup>266</sup> Diese Sichtweise teilt auch das Bundesgericht, welches die Ausnahmebestimmung gem. Art. 2 Abs. 2 lit. d als «streng betrachtet eigentlich überflüssig» klassiert.<sup>267</sup>
- 100 Im Weiteren bildet die Tatsache, dass etwa die SICAF als Aktiengesellschaft i.S. des OR häufig sowohl eine Kapitalanlage bezweckt als auch eine unternehmerische Tätigkeit verfolgt, besondere Hürden in der Anwendung von Art. 2 Abs. 2 lit. d. Diese Problemstellung tritt bei allen Mischgesellschaften, d.h. überall dort in Erscheinung, wo sich Anlagetätigkeit und unternehmerische Tätigkeit im Verhältnis fließender Übergänge zueinander befinden.<sup>268</sup> Das rechtliche Dilemma besteht gewissermassen in der wirtschaftlichen Realität, wobei es auch bei unternehmerischen, operativen Tätigkeiten regelmässig darum geht, über Investitionen Gewinnchancen zu realisieren. Die entsprechende Umschreibung im Gesetz ist deshalb für sich allein nicht geeignet, kollektive Kapitalanlagen i.S.v. Art. 7 von unternehmerisch tätigen, operativen Gesellschaften abzugrenzen.<sup>269</sup> Eine folgenschwere Gefahr besteht hierbei darin,

---

<sup>263</sup> Art. 7 Abs. 1 KAG.

<sup>264</sup> BGE 116 Ib 79; BGer 2C\_571/2009 E. 2.3.1; Botschaft KAG 2005 6417.

<sup>265</sup> COURVOISIER/SCHMITZ 411; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 125; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 73.

<sup>266</sup> Vgl. dazu JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 125.

<sup>267</sup> BGE 2C\_1070/2017 E. 3.2.2.

<sup>268</sup> BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 14. Im Rahmen der Vernehmlassung forderten in diesem Zusammenhang insb. die Treuhandkammer sowie vereinzelte Kantone, dass die Abgrenzung zwischen operativer Gesellschaft und Holdinggesellschaft und Investmentgesellschaft im Gesetz zu umschreiben sei, vgl. Erläuterungsbericht KAG 2003 10, 18.

<sup>269</sup> BGer 2C\_571/2009 E. 2.3.1.

dass ohne Bewilligung eine in den KAG-Geltungsbereich fallende kollektive Kapitalanlage betrieben wird.<sup>270</sup> Insbesondere Immobiliengesellschaften wiegen sich unter Berufung auf diese Ausnahmebestimmung häufig in falscher Sicherheit.<sup>271</sup>

Eine zufriedenstellende Abgrenzung zwischen operativen Gesellschaften mit unternehmerischer Tätigkeit und insb. gesellschaftsrechtlich organisierten Kollektivanlagen ist also – wenn überhaupt – nur sehr erschwert möglich.<sup>272</sup> Aus diesem Grund setzten in der Doktrin intensive Abgrenzungs- und Anwendungsdebatten zu dieser Ausnahmebestimmung ein.<sup>273</sup> Auch das Bundesgericht hatte sich in einer nicht unumstrittenen Rechtsprechung vermehrt mit der Ausnahmebestimmung gem. Art. 2 Abs. 2 lit. d auseinandergesetzt.<sup>274</sup> Wie weiter unten aufgezeigt wird, entschloss sich der Verordnungsgeber aus den genannten Gründen im Nachgang der FIDLEG/FINIG-Novelle für eine neue Verordnungsbestimmung, welche in diesem Bereich Transparenz und Rechtssicherheit schaffen soll.<sup>275</sup>

101

## 4.2 Abgrenzungsansätze in der Lehre

### a. Vorbemerkungen

In der Lehre entstanden vielfältige Abgrenzungsansätze, welche unterschiedliche Anwendungsmethoden zu Art. 2 Abs. 2 lit. d entwickelten. Bereits unter dem AFG war umstritten, anhand welcher Kriterien operative Gesellschaften konkret von kollektiven Kapitalanlagen abgegrenzt werden können.<sup>276</sup> Die nachfolgende selektiv-schwerpunktmässig vorgenommene Darstellung beschränkt sich auf Abgrenzungskriterien, die nach dem Inkrafttreten des KAG entstanden sind. Zudem sei darauf hingewiesen, dass es sich bei manchen Lehrmeinungen partiell um Ergänzungen zu bereits andernorts festgehaltenen Abgrenzungsansätzen handelt. Wie noch zu zeigen sein wird, ist auch kei-

102

---

<sup>270</sup> Vgl. dazu die Anwendungsfälle unten, [N 113 ff.](#)

<sup>271</sup> VOGEL/LUTHIGER 597.

<sup>272</sup> In der Lehre wird denn auch regelmässig betont, dass eine Abgrenzung in der Praxis «kaum trennscharf vorgenommen» werden könne, vgl. JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 12 N 602 (FN 1183), oder einer «Mission impossible» gleichkomme, vgl. BOHRER 77; ähnlich KÜHNE, Praxis § 12 N 905; BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 13.

<sup>273</sup> Vgl. sogleich unten, [N 102 ff.](#)

<sup>274</sup> Vgl. sogleich unten, [N 113 ff.](#)

<sup>275</sup> Vgl. unten, [N 154 ff.](#)

<sup>276</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 73.

ner der nachfolgend aufgeführten Abgrenzungsansätze für sich allein in der Lage, der Ausnahmebestimmung gem. Art. 2 Abs. 2 lit. d so scharfe Konturen zu verleihen, dass er als «Monopol» Anspruch auf ausschliessliche Anwendung fände. Vielmehr sind die verschiedenen Ansätze in Einklang mit der bundesgerichtlichen Rechtsprechung – u.E. jedoch in differenzierter Gewichtung – i.S. einer Gesamtbetrachtung im Einzelfall anzuwenden. Eine inhaltliche Würdigung der einzelnen Ansätze wird weiter unten vorgenommen, nachdem dargelegt wird, ob und wie Gerichte die jeweiligen Abgrenzungsmerkmale herangezogen haben.<sup>277</sup>

## b. Systematisches und unsystematisches Risiko

- 103 Kurze Zeit nach dem Inkrafttreten des KAG im Jahr 2007 nahmen COURVOISIER und SCHMITZ eine Untersuchung zur Ausnahmebestimmung von Art. 2 Abs. 2 lit. d vor. Die Autoren stellten vornehmlich auf die Frage ab, weshalb Anleger, wenn sie in kollektive Kapitalanlagen investieren, besser bzw. anders geschützt sind, als wenn sie in Gesellschaften investieren, die eine unternehmerische Tätigkeit verrichten. Die Antwort auf diese Frage liegt ihrer Ansicht nach im Umfang der Einflussnahme der Anleger auf die getätigten Anlagen bzw. Investitionen im Verhältnis zu den eingegangenen Risiken sowie der Möglichkeit der Anleger, sich gegen Risiken zu schützen.<sup>278</sup>
- 104 Demgemäss beeinflussen operative Gesellschaften, die ihre Beteiligungen unter einheitlicher Leitung halten, ihre Investitionen bzw. diejenigen der Tochtergesellschaften unmittelbar. Dies führe dazu, dass sie das *unsystematische* Risiko (z.B. Brand einer Anlage) einer Investition durch ihre Entscheide beeinflussen können. Das *systematische* Risiko (z.B. Inflation) bleibe dagegen im Wesentlichen unbeeinflussbar, solange sich die Art der Geschäftstätigkeit nicht ändere.<sup>279</sup> Unsystematische Risiken werden dabei generell als solche verstanden, die von der Gesamtwirtschaft unabhängig sind und systematische als solche, die von der Gesamtwirtschaft ausgehen.<sup>280</sup>
- 105 Ausgangspunkt dieses Ansatzes bildet die Annahme, dass operative Gesellschaften das systematische Risiko wegen der langfristigen Bindungen ihrer Anlagen nicht leichtthin ändern können. Bei Kapitalanlagen hingegen sei es

---

<sup>277</sup> Vgl. unten, [N 139 ff.](#)

<sup>278</sup> COURVOISIER/SCHMITZ 412.

<sup>279</sup> COURVOISIER/SCHMITZ 412.

<sup>280</sup> COURVOISIER/SCHMITZ 412.



möglich, das systematische Risiko jederzeit durch Umschichtung zu verändern.<sup>281</sup> Abgestellt wird also auf die Art und Geschwindigkeit der Reaktion auf das einer Anlage inhärente Risiko.<sup>282</sup>

### c. Ausmass unternehmerischer Eigenleistung

Andernorts wird vornehmlich darauf abgestellt, dass der Grad einer Wertschöpfung oder Wertsteigerung durch Eigenleistung einer Gesellschaft für die Abgrenzung herangezogen werden soll.<sup>283</sup> LUCHSINGER GÄHWILER führt zu einer diesbezüglichen Veranschaulichung eine Gesellschaft an, welche zu Spekulationszwecken Bauland kauft, Bauvorhaben ausschliesslich mit eigenen Mitarbeitern realisiert und die Bauten anschliessend verkauft.<sup>284</sup> Die Erträge stammen dabei einzig aus der Veräusserung der Immobilien. Die Autorin kommt zum Schluss, dass solche Gesellschaften als reine Kapitalanlagegesellschaften zu werten wären, wobei allerdings nicht zu verkennen sei, dass die Tätigkeit der Mitarbeiter über die blossе Verwaltung des ursprünglichen Baulandes hinausgehe und wertsteigernd wirke, so dass die Realisierung des Bauvorhabens durch die Gesellschaft in den Vordergrund trete.<sup>285</sup> Operative Unternehmen würden sich dementsprechend auch dadurch auszeichnen, dass sie in jedem Fall über eine «eigene Organisation mit Mitarbeitern verfügen», um die erforderlichen Eigenleistungen zu erbringen, welche über die alleinige Verwaltung hinausgehe.<sup>286</sup> Dementgegen hängen die von einer kollektiven Kapitalanlage durch Halten und Verkaufen von Vermögenswerten erzielten Erträge von Faktoren ab, die nach getätigter Kapitalanlage üblicherweise nicht mehr durch Eigenleistungen beeinflusst werden können.<sup>287</sup>

106

Entscheidend seien einzig Drittfaktoren, wie etwa die durch den Markt beeinflusste Wertsteigerung oder der Geschäftsgang einer Beteiligung. Die Eigenleistungen einer SICAF etwa beschränken sich auf den Investitions- und Desinvestitionsentscheid sowie die eigentliche Verwaltung der Anlagen, wozu bei Beteiligungsgesellschaften «namentlich auch die Einflussnahme auf die Beteiligung» und die Erbringung von Beratungsleistungen zugunsten der Beteili-

107

---

<sup>281</sup> COURVOISIER/SCHMITZ 412 f.

<sup>282</sup> Dazu auch BGer 2C\_571/2009 E. 2.3.2; BLOCH/VON DER CRONE 216.

<sup>283</sup> LUCHSINGER GÄHWILER, SICAF 10, vgl. auch BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 10.

<sup>284</sup> LUCHSINGER GÄHWILER, SICAF 10.

<sup>285</sup> LUCHSINGER GÄHWILER, SICAF 10.

<sup>286</sup> LUCHSINGER GÄHWILER, SICAF 10.

<sup>287</sup> LUCHSINGER GÄHWILER, SICAF 10.

gungen zu zählen sei. Da jedoch die Verwaltung des Vermögens ohnehin zu-  
meist auf spezialisierte Dritte übertragen werde, verfüge die SICAF über kei-  
nerlei eigene Organisation.<sup>288</sup>

- 108 Nach der hier vertretenen Meinung liegt also eine unternehmerische Tätigkeit  
dann vor, wenn die Wertschöpfung oder -steigerung auf Eigenleistungen be-  
ruht, d.h. über eine eigene Organisation mit Mitarbeitern erbracht wird, wel-  
che über bloße Verwaltung hinausgeht.<sup>289</sup>

#### d. Operative Mitbestimmung

- 109 Andere Autoren wie KÜHNE sehen ein zentrales Abgrenzungskriterium darin,  
dass diejenigen Gesellschaften, welche dem Geltungsbereich des KAG nicht  
unterstehen, die Beteiligungen nicht zur Kapitalanlage, sondern primär zur  
*operativen Mitbestimmung* des Geschäfts dieser Gesellschaften halten.<sup>290</sup> In  
Anlehnung an MÜLLER wird hier vertreten, dass im Gegensatz zu operativen  
Gesellschaften etwa bei der SICAF eine Einflussnahme auf die Gesellschaften  
lediglich im Hinblick auf die Kapitalanlage angestrebt wird, und nicht zur un-  
mittelbaren Bestimmung der operativen Geschäftstätigkeit.<sup>291</sup>

#### e. Risikocharakter

- 110 BLOCH/VON DER CRONE berücksichtigen bei der Anwendung von Art. 2 Abs. 2  
lit. d die Beschaffenheit der Risiken, welche eine Gesellschaft eingeht. Neben  
den bereits angesprochenen Abgrenzungsansätzen differenzieren die Autoren  
ergänzend nach der Art des vorwiegend eingegangenen Risikos, wobei zw-  
ischen Marktrisiken, Anlagerisiken, Investitionsrisiken, operationellen Risiken  
oder allgemeinen Geschäftsrisiken unterschieden wird.<sup>292</sup> Überwiegen bei ei-  
ner Investition in eine Gesellschaft überwiegend Markt- oder Anlagerisiken, so  
spricht dies für das Vorliegen einer aufsichtsbedürftigen kollektiven Kapital-  
anlage.<sup>293</sup>

---

<sup>288</sup> LUCHSINGER GÄHWILER, SICAF 10.

<sup>289</sup> Vgl. auch BGer 2C\_571/2009 E. 2.3.2.

<sup>290</sup> KÜHNE, Praxis § 12 N 905. Vgl. auch HASENBÖHLER, § 12 N 663.

<sup>291</sup> KÜHNE, Praxis § 12 N 905; MÜLLER 111.

<sup>292</sup> BLOCH/VON DER CRONE 220.

<sup>293</sup> BLOCH/VON DER CRONE 220.

## f. Ursprung der Erträge

LUCHSINGER GÄHWILER prüft bei der Abgrenzung zur operativen Gesellschaft auch auf welche Art die in Frage stehende Gesellschaft ihre Erträge generiert. Die Autorin stellt sich auf den Standpunkt, dass während eine kollektive Kapitalanlage ihre Erträge aus den Ausschüttungen der Kapitalanlage sowie den Gewinnen, welche sich aus dem Verkauf von Vermögenswerten ergeben erzielt, eine operative Gesellschaft ihre Erträge nicht aus dem Halten und Verkaufen von Vermögenswerten erlangt.<sup>294</sup> Vielmehr erzeugt eine operativ tätige Gesellschaft ihre Gewinne aus dem Betrieb eines Unternehmens.<sup>295</sup> Massgebend ist also der Umstand, dass bei einer kollektiven Kapitalanlage die Erträge vorwiegend aus dem Wiederverkaufsgewinn von Aktiven stammen, die eine Ertragseignung aufweisen. Eine operative Gesellschaft hingegen generiert ihre Erträge mit einer Produktions-, Handels- oder Dienstleistungstätigkeit.<sup>296</sup> 111

## g. Marktauftritt

Ein weiterer Unterschied zwischen unternehmerischen Gesellschaften und Investmentgesellschaften wird auch in der Art und Weise gesehen, wie eine entsprechende Gesellschaft in der Öffentlichkeit auftritt. Nach HEBERLEIN etwa ist eine Aktiengesellschaft, die sich dem aktiven Warenaustausch mit Gütern, Effekten oder Unternehmensanteilen widmet, jedoch gegenüber Dritten als Investmentgesellschaft ausgibt, im Zweifelsfall trotz ihrer unternehmerischen Tätigkeit als Investmentgesellschaft zu qualifizieren.<sup>297</sup> Hingegen sei eine Gesellschaft, welche sich in der Öffentlichkeit als Handelsunternehmen ausbebe, auch dann keine Investmentgesellschaft, wenn sie erworbene Werte wie Rohstoffe, Effekten und Unternehmensanteile erst nach längerer Zeit wieder weiterveräußert und sich ihre Tätigkeit nicht stark von Kapitalanlagen unterscheidet.<sup>298</sup> 112

## 4.3 Anwendungsfälle in der Praxis

Wie bereits erwähnt, beschäftigt die Frage, ob und unter welchen Voraussetzungen eine Gesellschaft als operative Gesellschaft zu betrachten ist, die 113

---

<sup>294</sup> LUCHSINGER GÄHWILER, SICAF 9.

<sup>295</sup> Vgl. dazu auch JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 12 N 602.

<sup>296</sup> Vgl. zu diesem Abgrenzungskriterium im Zusammenhang mit der bundesgerichtlichen Rechtsprechung unten, [N 114 ff.](#)

<sup>297</sup> HEBERLEIN 84 f.

<sup>298</sup> HEBERLEIN 85.

Rechtspflegeorgane verschiedentlich. Die nachfolgenden Ausführungen betrachten die praktischen Anwendungsfälle, wobei der Fokus auf den folgenden drei Schwerpunkten liegt:

- In welchen anwendungsbezogenen Fallkonstellationen kam die Ausnahmebestimmung gem. Art. 2 Abs. 2 lit. d im Rahmen der bundesgerichtlichen Rechtsprechung zum Tragen?
- Welche der zuvor dargelegten Abgrenzungsansätze aus dem Schrifttum wurden vom Bundesgericht herangezogen wurden und wie wurden sie angewandt?
- Welche Abgrenzungskriterien hat das Bundesgericht darüber hinaus herangezogen?

#### a. KmGK – Hotelimmobilie

- 114 In einem Urteil vom 5. November 2010 hat sich das Bundesgericht erstmals mit der Ausnahmebestimmung für operative Gesellschaften auseinandergesetzt. Konkret ging es um mehrere «Sachwert-Beteiligung Kommanditgesellschaften» mit Direktkommanditären und Treuhandkommanditären, die nach Inkrafttreten des KAG im Jahr 2007 in KmGK gem. Art. 98 ff. umgewandelt werden sollten. Ihr Tätigkeitsfeld bestand unter anderem im Kauf, der Bewirtschaftung und der gewerblichen Vermietung eines Hotels in Zermatt. Nachdem trotz nicht vergebener Bewilligung die «Sachwert-Beteiligung Kommanditgesellschaften» weitergeführt wurden, untersagte die damalige EBK jede weitere Geschäftstätigkeit und stellte fest, dass vorliegend eine kollektive Kapitalanlage verwaltet, aufbewahrt, öffentlich angeboten und vertrieben wurde, ohne, dass hierfür eine entsprechende Bewilligung vorlag.<sup>299</sup>
- 115 Die angefochtene Verfügung wurde vom Bundesverwaltungsgericht aufgehoben, da es zum Schluss kam, dass die in Frage stehende Kommanditgesellschaft *nicht* ein Investitionsvehikel sei, welches fremd verwaltet wurde, sondern vielmehr eine operative Gesellschaft vorliege, für die das KAG keine Anwendung fände. Die schwerpunktmässige Betätigung der Kommanditgesellschaft lag nach Ansicht des Bundesverwaltungsgerichts in der Ausübung einer unternehmerischen Tätigkeit, insb. im Kauf, der Bewirtschaftung und der gewerblichen Vermietung des besagten Hotels in Zermatt.<sup>300</sup>

---

<sup>299</sup> BGer 2C\_571/2009 Sachverhalt A.

<sup>300</sup> BGer 2C\_571/2009 Sachverhalt B.

Schliesslich gelangte die FINMA gegen diesen Entscheid mit Beschwerde in öffentlich-rechtlichen Angelegenheiten an das Bundesgericht, welches sich mit der Abgrenzung operativer Gesellschaften von kollektiven Kapitalanlagen auseinandersetzte. 116

Dabei untersuchte das Bundesgericht, inwiefern die Wertschöpfung des in Frage stehenden Konstrukts auf Eigenleistung beruhte, wie rasch auf eine Änderung des der Anlage inhärenten Risikos reagiert werden könne, die Art und der Grad der Mitbestimmung der Anleger, die Art und Weise, wie die Ausübung der Mitgliedschafts- und Gläubigerrechte an Beteiligungen wahrgenommen wurden, die Haltedauer der Beteiligung sowie die Art des Risikos (Markt- oder Investitionsrisiko).<sup>301,302</sup> Ebenso prüfte das Bundesgericht die von der Vorinstanz aufgeworfene Frage, ob die Verwaltung rechtlich und faktisch über einen wesentlichen Ermessensspielraum bezüglich der Anlagepolitik verfügte, und die Kompetenz hatte, selbständig und zu dem von ihr als richtig erachteten Zeitpunkt in neue Anlagen zu investieren oder bisherige Aktiven zu verkaufen.<sup>303</sup> 117

Neben diesen Abgrenzungsdispositionen zogen die Richter in Lausanne zahlreiche weitere Faktoren heran. So sei etwa auch nach dem 118

- statutarischen Zweck,
- der Herkunft der Mittel,
- dem Organisationsgrad sowie der Organisationsform,
- dem Marktauftritt gegenüber dem Investor sowie
- der subjektiven Auffassung der Anleger über den Verwendungszweck ihrer Vermögenswerte und ihrer Anzahl zu fragen.<sup>304</sup>

Für eine Abgrenzung wurde hingegen ausdrücklich die Frage *abgelehnt*, wie die Anlage auszugestalten wäre, wenn sie tatsächlich unter das KAG fallen würde.<sup>305</sup>

---

<sup>301</sup> Vgl. zu den jeweiligen Abgrenzungskriterien oben, [N 102 ff.](#)

<sup>302</sup> BGer 2C\_571/2009 E. 2.3.2.

<sup>303</sup> BGer 2C\_571/2009 E. 2.3.2.

<sup>304</sup> BGer 2C\_571/2009 E. 2.4. Vgl. dazu FRIEDRICH 311 f.; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 12 N 602.

<sup>305</sup> Auf dieses Merkmal stützte sich die FINMA bzw. EBK in ihrer Verfügung an die «Sachwert-Beteiligung Kommanditgesellschaften», vgl. BGer 2C\_571/2009 Sachverhalt E 2.4.

- 119 In jedem Fall ist nach Ansicht des Bundesgerichts aufgrund der wirtschaftlichen Vielfalt kein Kriterium für sich allein geeignet, um operative Gesellschaften von gesellschaftsrechtlich organisierten Investmentgesellschaften abzugrenzen. Gefordert ist eine Gesamtbetrachtung im Einzelfall, welche allen Elementen Rechnung trägt.<sup>306</sup>
- 120 In Anbetracht dessen kommt das Bundesgericht zum Schluss, dass die Gesellschafter im vorliegenden Fall in erster Linie nicht eine Gesellschaft führen wollten, sondern auf eine regelmässige, fixe Auszahlung von 6,25% pro Jahr auf ihre Einlage abzielten.<sup>307</sup> Im Rahmen dieser Feststellung stellten die Richter auch die eingetragene und gegen aussen relevante Kommanditsumme von CHF 100'000 den vorliegend getätigten Investitionen von CHF 34 Mio. gegenüber. Daraus erhelle, dass für die Anleger die Investition und die damit verbundenen Vorabauschüttungen, die dazu führen sollten, dass nach 16 Jahren ihr Kapital zurückbezahlt ist, im Vordergrund standen. In einem seriösen unternehmerischen Betrieb sei es kaum möglich, solche konstanten Auszahlungen bzw. Gewinnbeteiligungen über einen Zeitraum von 16 Jahren in Aussicht zu stellen.<sup>308</sup>

#### b. SICAF – Verkauf von Penny Stocks

- 121 Ein zweites Mal beschäftigte die Abgrenzung zwischen operativer Gesellschaft und kollektiver Kapitalanlage das Bundesgericht in einem Urteil vom 5. Juni 2018.
- 122 Neben einer – vorliegend nicht weiter zu vertiefenden – unzulässigen Effektenhändlerstätigkeit mehrerer Gesellschaften als Gruppe warf die Vorinstanz einem Start-Up in Form einer AG im besagten Fall vor, bewilligungslos eine SICAF i.S.v. Art. 110 ff. zu betreiben.<sup>309</sup> Die Vorinstanz stellte insb. fest, dass keine eigentliche operative Geschäftstätigkeit vorliege, und keine Holdinggesellschaft i.S. des KAG bestehe, sowie das Aktionariat sich nicht ausschliesslich aus qualifizierten Anlegern zusammensetze.<sup>310</sup> Dagegen brachte der Verwaltungsrat der betroffenen Gesellschaft ein, dass eine Holdinggesellschaft vorliege und sämtliche Tochtergesellschaften operativ tätig gewesen seien. Zudem verfüge die Gesellschaft nur über qualifizierte Anleger, was eine

---

<sup>306</sup> BGer 2C\_571/2009 E. 2.4.

<sup>307</sup> BGer 2C\_571/2009 E. 3.3.

<sup>308</sup> BGer 2C\_571/2009 E. 3.3.

<sup>309</sup> BGer B-5657/2016 E. 6.

<sup>310</sup> BGer B-5657/2016 Sachverhalt B.C und E. 6.2.

Prüfgesellschaft bestätigt habe.<sup>311</sup> Dies wurde damit begründet, dass die in Frage stehende Gesellschaft ihre Beteiligungsgesellschaften im administrativen und buchhalterischen Bereich beraten und unterstützt habe, und dafür nachweislich eigenes Personal eingestellt habe.<sup>312</sup>

Die Vorinstanz stützte sich hingegen auf die Feststellung, dass vielmehr eine Investmentgesellschaft vorliege, deren primärer Zweck im kurzfristigen Verkauf von Penny Stocks zur Erzielung von Finanzerträgen bestanden habe. Es habe weder eine eigene Infrastruktur noch ein dauerhafter Bestand an eigenen Beschäftigten vorgelegen.<sup>313</sup> Sodann hätten kaum Dienstleistungsaktivitäten festgestellt werden können. Die erzielten Erträge, so die Vorinstanz, seien zudem fast nur durch die kurzfristig initiierten Verkäufe von Aktien der Beteiligungen über Vermittler realisiert worden. Auch sei die gegenüber den Anlegern im Geschäftsbericht kommunizierte Anlagepolitik auf eine kurzfristige Rendite- und Gewinnoptimierung der Beteiligungen (25% pro Jahr) ausgerichtet gewesen, was keiner realistischen Annahme für aufzubauende Startup-Unternehmen entspreche. Die in Frage stehende Gesellschaft habe ihre Beteiligungen demzufolge wie eine Vermögensanlage bewirtschaftet.<sup>314</sup>

Bemerkenswerterweise eröffnet das Bundesgericht seine Erwägungen mit der Feststellung, dass als Kriterium zur Abgrenzung der kollektiven Kapitalanlage von der operativen Tätigkeit «vorab» der Ursprung der Erträge im Vordergrund stehe.<sup>315</sup> Nach einem Teil der Lehre, so das Bundesgericht weiter, bestehe der wesentliche Unterschied zwischen einer kollektiven Kapitalanlage und einem operativen Unternehmen darin, dass der Anlagefonds durch Umschichtung seines Vermögens rasch das systematische Risiko, das mit der kollektiven Kapitalanlage verbunden ist, ändern könne.<sup>316</sup> Das höchste Gericht hat es leider unterlassen, sich inhaltlich mit diesem Abgrenzungskriterium auseinanderzusetzen und gibt sich mit einer blossen Wiedergabe zufrieden. Sodann bezieht sich das Bundesgericht in Anlehnung an die Rechtsprechung aus dem

---

<sup>311</sup> BGer B-5657/2016 Sachverhalt E.

<sup>312</sup> BGer B-5657/2016 E. 6.2. Bevor sich das Bundesgericht mit der Anwendung von Art. 2 Abs. 2 lit. b befasst, geht das Gericht im wenig konzis abgefassten Urteil vertieft auf den Zweck des KAG ein, und kommt dabei zum Schluss, dass das Schutzbedürfnis der Anleger mit der für kollektive Kapitalanlagen charakteristischen Fremdverwaltung begründet wird, vgl. BGer B-5657/2016 E. 6.1.

<sup>313</sup> BGer B-5657/2016 E. 6.2.

<sup>314</sup> BGer B-5657/2016 E. 6.2.

<sup>315</sup> BGer B-5657/2016 E. 6.2.1. Vgl. zu diesem Abgrenzungskriterium oben, [N 111](#).

<sup>316</sup> BGer B-5657/2016 E. 6.2.1. Vgl. zu diesem Abgrenzungskriterium oben, [N 103 ff.](#)

Jahr 2010 auf weitere Abgrenzungskriterien (statutarischer Zweck, Herkunft der Mittel, Organisationsgrad, Organisationsform, Art des Risikos).<sup>317</sup> Analog zum Urteil aus dem Jahr 2010 bestärkt das Bundesgericht auch, dass die subjektive Auffassung der Anleger über den Verwendungszweck ihrer Vermögenswerte, die Zahl der Anleger, die Haltedauer sowie die Art und der Grad der Mitbestimmung der Anleger eine Bedeutung zukomme.<sup>318</sup>

- 125 In einem zweiten Schritt analysiert das Bundesgericht die Erfolgsrechnung der in Frage stehenden Gesellschaft. Daraus ergab sich, dass die Erträge aus den von ihr gegenüber den anderen Gesellschaften erbrachten Dienstleistungen nur einen sehr geringen Anteil zum jeweiligen Gesamtertrag beitrugen.<sup>319</sup> Sodann kam das Bundesgericht zum Schluss, dass keine eigene Infrastruktur und kaum eigenes Personal vorlag. Die Beschäftigung einer einzigen Arbeitnehmerin mit einem Teilzeitpensum von 30% erachtete das Bundesgericht als ungenügend.<sup>320</sup>
- 126 Da die betreffende Gesellschaft ausserdem mit für operative Gesellschaften nicht plausiblen, untypisch hohen Renditen Werbung betrieben hatte (kurzfristige Rendite- und Gewinnsteigerung von 25% pro Jahr), und auch der Marktauftritt darauf hindeutete, dass eine Kapitalanlage und nicht eine Produktions-, Handels- oder Dienstleistungstätigkeit im Vordergrund stand, qualifizierte das Bundesgericht das entsprechende Vehikel als SICAF i.S.v. Art. 110 ff., die im untersuchten Zeitraum ohne die erforderliche Bewilligung tätig war.<sup>321</sup>

### c. SICAF – Venture Capital/Private Equity

- 127 Zuletzt befasste sich das Bundesgericht im Oktober 2018 mit der Abgrenzung einer kollektiven Kapitalanlage von operativen Gesellschaften. Konkret ging es um ein Venture Capital-/Private Equity-Unternehmen in Form einer nichtkотиerten AG, welche Unternehmen in der Gründungsphase, d.h. «Start-Ups» sowie solche in der Aufbauphase mit Kapital, Know-How und Beratungsdienst-

---

<sup>317</sup> Vgl. dazu oben, [N 114 ff.](#)

<sup>318</sup> BGer B-5657/2016 E. 6.2.1.

<sup>319</sup> Die Verhältnisse präsentierten sich wie folgt: 2010: 0%, 2011: 1%, 2012: 0.5%, 2013: 4%, 2014: 0% sowie 2015: 7.7%, vgl. BGer B-5657/2016 E. 6.2.2.

<sup>320</sup> BGer B-5657/2016 E. 6.2.2.

<sup>321</sup> BGer B-5657/2016 E. 6.2.2 und 6.5.



leistungen unterstützte.<sup>322</sup> Gesellschaftszweck war der Erwerb, die dauernde Verwaltung, die Bewirtschaftung und die Veräußerung von Beteiligungen sowie sämtliche mit einer Holdinggesellschaft verbundenen Funktionen, namentlich zentrale Leitungsaufgaben, Controlling, Finanzierungen sowie die Bewirtschaftung von Lizenzen, Patenten und weiteren Schutzrechten.<sup>323</sup>

Wie im vorhergehenden Entscheid<sup>324</sup> lag auch diesem Fall eine Verfügung der FINMA zugrunde, mit der festgestellt wurde, dass eine SICAF betrieben werde, ohne über die dazu notwendigen Bewilligungen zu verfügen.<sup>325</sup> Das Urteilsergebnis vorwegnehmend, hält das Bundesgericht vor der erfolgten Sachprüfung fest, dass die Vorinstanz mit der Qualifikation der Beschwerdeführerin als kollektive Kapitalanlage die besondere Natur von Private Equity-Fonds und -Gesellschaften verkannt hat und keine SICAF bestehe.<sup>326</sup> Begründet wird dies damit, dass sich ein Private Equity-Fonds bzw. eine Private Equity-Gesellschaft von gewöhnlichen Effekten- oder Hedgefonds dadurch unterscheide, dass die Investition in ein Unternehmen im Vordergrund steht.<sup>327</sup> Dies werde insb. bei – einer in casu vorliegenden – Venture Capital-Finanzierung deutlich, denn «ein Finanzinvestor erwerbe [hier] eine (Minderheits-) Beteiligung am Eigenkapital (etwa Aktien) einer Gesellschaft mit dem Ziel, die Bewertung dieser Gesellschaft durch Wortschöpfung zu steigern und diesen Gewinn am Ende des Projekts (von in der Regel fünf bis zehn Jahren) durch den Verkauf dieser Beteiligung zu realisieren».<sup>328</sup> Massgebend für diese Investorentätigkeit ist demzufolge die Gewinnerzielung durch Beteiligungsverkauf bei Projektende, während fortlaufende Gewinnzahlungen (insb. Dividenden) bis zu diesem Zeitpunkt in aller Regel fehlen.<sup>329</sup>

128

---

<sup>322</sup> BGer 2C\_1068/2017 Sachverhalt E. 3.2.4. In der Praxis werden die Begriffe Private Equity und Venture Capital häufig als Synonyme verwendet. Tatsächlich ist Venture Capital nur ein Unterbegriff des Private Equity Begriffs, der im Ganzen sechs Etappen der Finanzierung umfasst («seed», «early stage», «later stage/expansion», «bridge/pre-IPO», «buy-out», «distressed turnaround»). Der Begriff Venture Capital hingegen bezieht sich nur auf die ersten drei dieser Finanzierungsetappen, vgl. dazu Botschaft KAG 2005 6475; BSK KAG-DU PASQUIER/POSKRIAKOV, Art. 103 N 6; SCHLEIFFER/REINWALD/SCHÄRLI 133 ff.

<sup>323</sup> BGer 2C\_1068/2017 Sachverhalt A, E. 3.1.1.

<sup>324</sup> Vgl. dazu oben, [N 121 ff.](#)

<sup>325</sup> BGer 2C\_1068/2017 Sachverhalt A.

<sup>326</sup> BGer 2C\_1068/2017 E. 3.2.

<sup>327</sup> BGer 2C\_1068/2017 E. 3.2.1.

<sup>328</sup> BGer 2C\_1068/2017 E. 3.2.1; vgl. dazu GERICKE/ISLER 12.

<sup>329</sup> BGer 2C\_1068/2017 E. 3.2.1.

- 129 Das Bundesgericht anerkennt, dass für Venture Capital-Vehikel in der Schweiz zwei juristische Grundtypen im Vordergrund stehen (Holdingaktiengesellschaft sowie besondere Formen der kollektiven Kapitalanlagen wie die KmGK und die SICAF).<sup>330</sup> In einem ersten Schritt müsse daher jeweils geklärt werden, welcher dieser beiden Oberkategorien ein entsprechendes Vehikel zuzuordnen sei.<sup>331</sup> Einzig dann, wenn feststehe, dass das betreffende Vehikel als eine besondere Rechtsform des KAG gilt, stelle sich die Frage der Bewilligungspflicht i.S.v. Art. 13 Abs. 2.<sup>332</sup>
- 130 Das Bundesgericht weist darauf hin, dass die Vorinstanz im vorliegenden Fall zwar zutreffend erkannt hat, dass die Abgrenzung dieser beiden Oberkategorien insb. in Anwendung des Art. 2 Abs. 2 lit. d vorzunehmen ist. Gleichzeitig wird jedoch zum Ausdruck gebracht, dass der eingangs erwähnten *deklaratorischen Natur* dieser Ausnahmebestimmung seitens Vorinstanz nicht genügend Rechnung getragen wurde:
- 131 Die Frage nach dem sachlichen KAG-Geltungsbereich kann nämlich nach Ansicht des Bundesgerichts *nicht durch eine isolierte Anwendung* dieser zwei Ausnahmebestimmungen beantwortet werden. Vielmehr seien diese bei einer sachgerechten Auslegung des Begriffs der kollektiven Kapitalanlage gem. Art. 7 im Ergebnis zwecklos.<sup>333</sup> Ausschlaggebend für die Frage, ob der sachliche Anwendungsbereich des KAG überhaupt eröffnet ist, bleibe vielmehr «eine Gesamtbetrachtung sämtlicher massgebenden Elemente im Einzelfall».<sup>334</sup>
- 132 Während die Vorinstanz die Beschwerdeführerin insb. deshalb als bewilligungslos tätige SICAF qualifizierte, weil mit den erbrachten Beratungsdienstleistungen keine Erträge erzielt worden seien,<sup>335</sup> opponiert das Bundesgericht, dass die Vorinstanz «die wahre Tragweite» des Begriffs der operativen Tätigkeit verkannte, da die Herkunft der finanziellen Erträge bzw. die Herkunft der Mittel nur «ein massgebliches Kriterium unter vielen» darstelle.<sup>336</sup>
- 133 Venture-Capital Finanzierungen zeichnen sich nach Ansicht des Bundesgerichts regelmässig dadurch aus, dass die Wertschöpfung, welche die gehaltene Beteiligung während der Projektdauer erfährt, durch *aktive Mitwirkung* beim

---

<sup>330</sup> BGer 2C\_1068/2017 E. 3.2.1.

<sup>331</sup> BGer 2C\_1068/2017 E. 3.2.2.

<sup>332</sup> BGer 2C\_1068/2017 E. 3.2.2.

<sup>333</sup> BGer 2C\_1068/2017 E. 3.2.2.

<sup>334</sup> BGer 2C\_1068/2017 E. 3.2.2.

<sup>335</sup> BGer 2C\_1068/2017 E. 3.2.3.

<sup>336</sup> BGer 2C\_1068/2017 E. 3.2.3. Vgl. zum Ursprung der Erträge oben, [N 111](#).

Unternehmen bewirkt wird.<sup>337</sup> Die Erzielung von Erträgen aus den Beteiligungen sei während laufender Projektdauer jedoch gerade nicht vorgesehen. Die durch diese aktive Mitwirkung des Investors beabsichtigte Wertschöpfung beim betreffenden Start-up-Unternehmen unterscheide die Venture-Capital-Investorentätigkeit massgeblich von der passiven Investition in kollektive Kapitalanlagen, «bei welcher der Investor Gelder hingibt, die ihm, zuzüglich der Erträge, später wieder zurückzugeben sind, der Investor jedoch während dieses Zeitraums grundsätzlich keinen Einfluss auf die Anlage ausübt.»<sup>338</sup>

Ein Venture-Capital-Unternehmen wirke aktiv bei der Gesellschaft, an welcher sie eine (Minderheiten-) Beteiligung hält, mit. Eine Qualifikation als kollektive Kapitalanlage scheidet nach Ansicht des Bundesgerichts bereits wegen der fehlenden dafür vorausgesetzten Fremdverwaltung bzw. wegen aktiver unternehmerischer Tätigkeit gem. Art. 2 Abs. 2 lit. d aus.<sup>339</sup> Indem anstelle der aktiven Mitwirkung auf die für Venture-Capital-Anlagevehikel typische fehlende Ertragszielung und auf die Buchhaltung abgestellt wurde, sei Art. 2 Abs. 2 lit. d durch die Vorinstanz falsch angewendet worden.<sup>340</sup>

134

Das Bundesgericht führt diese Beurteilung auf den Umstand zurück, dass aus den Unterlagen, welche der Vorinstanz zur Verfügung standen,<sup>341</sup> die effektiv ausgeübte Mitwirkung der Beschwerdeführerin bei den Gesellschaften, an welchen sie Beteiligungen hielt oder hält, nicht hervorgeht.<sup>342</sup> Da einer Qualifikation als kollektive Kapitalanlage der jeweilige Sachverhalt, wie er tatsächlich vorliegt, zu Grunde zu legen ist, und sich der rechtserhebliche Sachverhalt aus den zugrundeliegenden Akten nicht zweifelsfrei ergibt, hob das Bundesgericht das vorinstanzliche Urteil auf, und wies die Sache zu einem neuen Entscheid an die FINMA zurück.<sup>343</sup>

135

---

<sup>337</sup> BGer 2C\_1068/2017 E. 3.2.3.

<sup>338</sup> BGer 2C\_1068/2017 E. 3.2.3.

<sup>339</sup> BGer 2C\_1068/2017 E. 3.2.3.

<sup>340</sup> BGer 2C\_1068/2017 E. 3.2.3.

<sup>341</sup> Dies waren der Internetauftritt der Beschwerdeführerin, das «Investment Agreement» und das «Investment and Shareholders Agreement», welche die für Venture-Capital Finanzierung üblichen Klauseln betreffend Beteiligung der Investoren am Eigenkapital bzw. die Ernennung eines Vertreters im «Comité stratégique» der Gesellschaft, eine Bonusregelung für das Top Management der Gesellschaft und eine Exitregelung enthalten, vgl. BGer 2C\_1068/2017 E. 3.2.4.

<sup>342</sup> BGer 2C\_1068/2017 E. 3.2.4.

<sup>343</sup> BGer 2C\_1068/2017 E. 3.2.4.

- 136 Zusammengefasst gilt damit, dass wenn ein Venture-Capital-Unternehmen aktiv bei der Gesellschaft, an welcher es eine Beteiligung hält, mitwirkt, eine Qualifikation als kollektive Kapitalanlage bereits wegen der fehlenden dafür vorausgesetzten Fremdverwaltung bzw. wegen aktiver unternehmerischer Tätigkeit ausscheidet.<sup>344</sup>

#### d. Exkurs: Besondere praxisbezogene Schwierigkeiten in der Abgrenzung operativer Immobiliengesellschaften

- 137 Im Rahmen der Ausführungen zum Bundesgerichtsurteil vom 5. November 2010 (Hotelimmobilie) ist sichtbar geworden, dass die Abgrenzung operativer Gesellschaften von kollektiven Immobiliengesellschaften eine besondere Praxisrelevanz aufweist. Im Zuge dieses Exkurses sollen deshalb zwei Problem Schwerpunkte im Zusammenhang mit dieser Abgrenzung aufgezeigt werden. Sie bestehen erstens in der rechtlichen Herausforderung, kollektive Immobilienanlagen von operativ tätigen Bau- und Planungsunternehmen (insb. General- und Tochterunternehmen) zu differenzieren. Zweitens birgt die Abgrenzung zu operativen Immobiliendienstleistungsunternehmen besondere Problemstellungen.
- 138 Die erste Schwierigkeit ist im Umstand begründet, dass sich die Anlagetätigkeit von kollektiven Immobilienanlagen zumeist gerade nicht im Erwerben, Halten und Verkaufen bzw. in der Ertragsabführung aus Liegenschaften oder der direkten Beteiligung daran erschöpfen.<sup>345</sup> Aus diesem Grund würde ein alleiniges Abstellen auf das Ausmass unternehmerischer Eigenleistung hier eine inadäquate Problemlösung konstituieren.<sup>346</sup> Die zweite Hürde besteht darin, dass operative Immobiliendienstleistungsunternehmen häufig in der Bewirtschaftung, Bewertung, Vermarktung und/oder Entwicklung von Immobilien tätig sind und damit einzig klar erscheint, dass nur jene Unternehmen, die *hauptsächlich* Immobiliendienstleistungen erbringen, keine kollektive Kapitalanlagen sind.<sup>347</sup>

---

<sup>344</sup> FRIEDRICH 310.

<sup>345</sup> Es kommt nach BRAND vielmehr vor, dass kollektive Immobilienanlagen eine Liegenschaft erwerben, darauf ein Bauvorhaben realisieren und sie anschliessend zur Erzielung von Überschüssen auf dem Miet- oder Käufermarkt platzieren, vgl. BRAND, § 6 N 130.

<sup>346</sup> BRAND, § 6 N 130; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 85. Vgl. zum Kriterium der unternehmerischen Eigenleistung oben, [N 106 f.](#)

<sup>347</sup> Vgl. dazu BRAND, § 6 N 137.

#### 4.4 Würdigung ausgewählter Abgrenzungskriterien und deren Anwendung

Das vom Bundesgericht mehrfach indirekt bzw. passiv angewandte Abgrenzungskriterium, wonach es bei Kapitalanlagen im Unterschied zu operativen Gesellschaften möglich sei, das systematische Risiko jederzeit durch Umschichtung zu verändern,<sup>348</sup> ist in der Lehre auf wenig Zuspruch gestossen.<sup>349</sup> Zum einen wird bemängelt, dass die Systematik und der Wortlaut des KAG gegen eine Abgrenzung aufgrund des zugrundeliegenden systematischen oder eben unsystematischen Risikos spreche. Namentlich richte sich der nicht abschliessende Ausnahmekatalog von Art. 2 Abs. 2 nicht generell nach dem Vorliegen der Möglichkeit einer Veränderung des Risikoprofils des Anlegers.<sup>350</sup> Darüber hinaus wird missbilligt, dass ein ausschliessliches Abstellen auf dieses ökonomische Kriterium in das Gesetzgebungsverfahren hätte einfließen müssen.<sup>351</sup> Angesichts dessen, dass Private Equity-Vehikel oftmals in illiquide Anlagen investieren, die faktisch nicht rasch veräussert werden können,<sup>352</sup> sind die Einwände u.E. nicht unberechtigt.

Auch das vom Bundesgericht angewandte Unterscheidungszeichen, wonach bei einer Abgrenzung darauf abgestellt wird, wie eine Gesellschaft auf dem Markt auftritt,<sup>353</sup> erscheint u.E. nicht vollends zu überzeugen. Nach unserem Dafürhalten muss vielmehr berücksichtigt werden, ob tatsächlich eine kollektive Kapitalanlage ausgeübt wird oder nicht. Liegt keine kollektive Kapitalanlage vor, so ist eine Unterstellung auch dann ausgeschlossen, wenn ein operativ tätiges Unternehmen sich in der Öffentlichkeit so ausgibt, als befasse es sich ausschliesslich mit der passiven Kapitalanlage.<sup>354</sup> Zudem kann dem Abgrenzungskriterium des Marktauftritts entgegengehalten werden, dass eine Investmentgesellschaft eine KAG-Unterstellung gezielt vermeiden könnte,

---

<sup>348</sup> Vgl. dazu oben, [N 103 ff.](#); BGer 2C\_571/2009 E. 2.3.2; BGer B-5657/2016 E. 6.2.1.

<sup>349</sup> Ablehnend etwa HASENBÖHLER § 12 N 665; KÜHNE, Praxis § 12 N 907; BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 10; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 76.

<sup>350</sup> KÜHNE, Praxis § 12 N 907.

<sup>351</sup> HASENBÖHLER § 12 N 665; BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 10; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 76.

<sup>352</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 12 N 603 (FN 1190).

<sup>353</sup> Vgl. dazu oben, [N 112](#).

<sup>354</sup> Vgl. auch SCHÄREN, welcher festhält, dass für eine Unterstellung eines Vehikels aufgrund des «erweckten Rechtsscheins» im Rahmen des KAG keine Grundlage bestehe, vgl. SCHÄREN, Unterstellungsfragen 77.

wenn sie in der Öffentlichkeit den Eindruck erweckt, operativ tätig zu sein.<sup>355</sup> Dies würde in einem *Wahlrecht* über die Unterstellung unter das KAG resultieren, da die Gesellschaft ihre Firma unter der Wahrung der Vorschriften über die Firmenbildung (Art. 944 ff. OR) frei wählen kann.<sup>356</sup> Eine solche Entscheidungsfreiheit hinsichtlich der KAG-Unterstellung würde jedoch dem Zweck des KAG eindeutig widersprechen.

- 141 Die Frage, woher die Erträge einer Gesellschaft stammen, ist insb. bei der Abgrenzung von operativen Gesellschaften zur SICAF hilfreich. Dies, zumal der Endzweck einer jeden typischen Aktiengesellschaft die Erzielung von Erträgen ist, und die faktische Erzielung von Erträgen durch eine Gesellschaft dementsprechend nicht als Abgrenzungsmerkmal dienen kann. Entscheidend ist hier vielmehr, *wie* die Gesellschaft Erträge erzielt.<sup>357</sup> In der Gewichtung dieses Abgrenzungsansatzes scheint das Bundesgericht indessen wenig konsistent.
- 142 Während im Urteil vom 5. Juni 2018 (Penny Stocks) bei einer Abgrenzung «*vorab*» der Ursprung der Erträge im Vordergrund zu stehen hatte,<sup>358</sup> sollen die Herkunft der finanziellen Erträge bzw. die Herkunft der Mittel im Urteil vom 9. Oktober 2018 (Venture Capital) Finanzierungen nur «*ein* massgebliches Kriterium *unter vielen*» darstellen.<sup>359</sup> Zudem ist nicht geklärt, wie dieses Abgrenzungskriterium im Zusammenhang mit Mischgesellschaften anzuwenden ist. Diese liegen, wie bereits erwähnt, vor, wenn sich Anlagetätigkeit und unternehmerische Tätigkeit im Verhältnis fließender Übergänge zueinander befinden,<sup>360</sup> d.h. eine Gesellschaft sowohl eine kollektive Kapitalanlage wie auch einen operativen Zweck anstrebt. Fest steht, dass für die Qualifikation als kollektive Kapitalanlage, die Kapitalanlage nicht nur eine akzessorische Tätigkeit darstellen darf, sondern die Haupttätigkeit einer Gesellschaft ausmachen muss.<sup>361</sup> Zur Feststellung der Haupttätigkeit stellen verschiedene Autoren auf quantitative Kriterien ab:
- 143 PFENNINGER/NÜESCH greifen auf das Kotierungsreglement der SIX für eine Kotierung von Immobiliengesellschaften zurück, welches eine Zwei-Drittel-

---

<sup>355</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 77.

<sup>356</sup> BRAND, § 6 N 132; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 86.

<sup>357</sup> LUCHSINGER GÄHWILER, SICAF 9.

<sup>358</sup> BVGer B-5657/2016 E. 6.2.1.

<sup>359</sup> BGer 2C\_1068/2017 E. 3.2.3. Vgl. zum Ursprung der Erträge oben, [N 111](#).

<sup>360</sup> BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 14.

<sup>361</sup> Botschaft KAG 2005 6414; BLOCH/VON DER CRONE 220; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 12 N 577 f.; BSK KAG-HAEBERLI, Art. 110 N 30.

Regel vorsieht.<sup>362</sup> Eine Immobiliengesellschaft liegt demnach dann vor, wenn deren Erträge zu mindestens zwei Dritteln aus Immobilienaktivitäten stammen.<sup>363</sup> Dies würde bedeuten, dass eine operative Gesellschaft auch (noch) dann zu bejahen wäre, wenn bis zu 60% der Erträge aus Kapitalanlagen stammen.<sup>364</sup> Die Autoren möchten die Grenzwerte für die Kapitalanlagetätigkeit, welche für das Vorliegen einer kollektiven Kapitalanlage erreicht werden müssen, mindestens auf derselben Höhe, wenn nicht höher ansetzen, als sie für die Kotierungsfähigkeit solcher Gesellschaftsformen gelten.<sup>365</sup> Da eine verallgemeinerte Annahme der Zwei-Drittel-Regel die Konsequenz hätte, dass ein Vehikel als operativ tätige Gesellschaft qualifiziert würde, obwohl sie ihren Ertrag überwiegend, d.h. «immerhin zu mehr als 50% mit Kapitalanlagen generiert», schlägt SCHÄREN einen differenzierten Lösungsweg vor.<sup>366</sup> Aus Sicht des Anlegerschutzes scheint seiner Ansicht nach eine KAG-Unterstellung bereits dann als gerechtfertigt, wenn mehr als die Hälfte der Erträge aus der Kapitalanlage stammen.<sup>367</sup>

Einen wiederum anderen Ansatz schlägt BRAND vor. Dieser bezieht sich auf den Standpunkt, dass für Immobilienfonds aufgrund der Risikoverteilungsvorschriften von Art. 87 Abs. 3 lit. a KKV zwar eine prozentuale Beschränkung der zulässigen Anlagen in Bauland, einschliesslich Abbruchprojekte und angefangene Bauten bis höchstens 30% bestehe, diese Vorschrift allerdings «als Vorschrift betreffend die Bewilligungs- bzw. Genehmigungsfähigkeit und nicht der -pflicht ausgelegt» werden dürfe.<sup>368</sup> BRAND beruft sich dabei auf eine Mitteilung der FINMA, aus der ergeht, dass es KmGK gestattet ist, uneingeschränkt, d.h. in ihrer Haupttätigkeit, Bau-, Immobilien- und Infrastrukturprojekte zu verfolgen, solange sie die Definitionsmerkmale von Art. 7 Abs. 1 weiterhin erfüllen und insb. nicht einer operativen Tätigkeit nachgehen.<sup>369</sup> Er kommt daher zum Schluss, dass es bei der Frage der Unterstellung unter das KAG nicht auf das Verhältnis zwischen klassischer passiver Kapitalanlagetätigkeit und aktiver unternehmerischer Tätigkeit ankommen könne, sondern auf die Rolle bzw. Qualität der Beteiligung an den unternehmerischen Tätigkei-

144

---

<sup>362</sup> BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 14.

<sup>363</sup> Art. 77 Abs. 1 KR.

<sup>364</sup> BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 14.

<sup>365</sup> BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 14.

<sup>366</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 83; a.M. BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 14.; LUCHSINGER GÄHWILER, SICAF 9.

<sup>367</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 83. Vgl. dazu auch unten, [N 166](#).

<sup>368</sup> BRAND, § 6 N 133.

<sup>369</sup> BRAND, § 6 N 133; vgl. FINMA-Mitteilung 49/2013, 6.

ten.<sup>370</sup> Diese Ansicht, welche auf der FINMA-Praxis für Immobilien-KmGK beruht, vertritt BRAND nicht nur für Immobilien-KmGK, sondern für sämtliche kollektive Immobilienanlagen.<sup>371</sup>

- 145 Dem Abgrenzungskriterium, wonach darauf abzustellen ist, ob Gesellschaften die Beteiligungen nicht zur Kapitalanlage, sondern primär zur *operativen Mitbestimmung* des Geschäfts halten,<sup>372</sup> wird regelmässig entgegnet, dass in Zeiten des «shareholder activism» in der Praxis vermehrt eine Tendenz zu erkennen ist, dass Investmentgesellschaften die Ausübung von Mitgliedschaftsrechten auch bei Routinegeschäften selbst aktiv wahrnehmen.<sup>373</sup> U.E. kann das Abgrenzungskriterium in Einklang mit einem Teil der Lehre als Hilfskriterium herangezogen werden. Geht die Einflussnahme über eine Beteiligung auf eine Gesellschaft jedoch so weit, dass eine einheitliche wirtschaftliche Leitung durchgesetzt wird, so ist der Ausnahmetatbestand gem. Art. 2 Abs. 2 lit. e jedoch als *lex specialis* zu Art. 2 Abs. 2 lit. d zu betrachten.<sup>374</sup>
- 146 Zudem sind einige weitere Hilfskriterien, welche das Bundesgericht bei der Abgrenzung wiederholt berücksichtigte,<sup>375</sup> u.E. nur bedingt für eine Angrenzung geeignet. Gegen ein Abstellen auf die Anzahl der Anleger<sup>376</sup> spricht, dass konzeptionell bereits dann eine kollektive Kapitalanlage vorliegt, wenn zwei Anleger vorhanden sind. Die Anzahl der Anleger kann also nur im Rahmen der Mindestanlegerzahl eine Rolle in der Beurteilung spielen.<sup>377</sup> Auch die subjektive Auffassung der Anleger über den Verwendungszweck ihrer Vermögenswerte<sup>378</sup> scheint in Anbetracht von Anlegerschutzgründen nicht restlos sachdienlich. Der Anlegerschutz des KAG besteht namentlich einzig nach Massgabe von objektiven Kriterien und nicht aufgrund eines allfälligen subjektiven Anspruchsdenkens eines Anlegers. Eine umfängliche Gewährleistung des Anlegerschutzes kann u.E. nicht davon abhängen, ob ein Anleger zu Recht oder zu Unrecht glaubt, der Emissionserlös werde zu Anlagezwecken eingesetzt.<sup>379</sup>

---

<sup>370</sup> BRAND, § 6 N 133.

<sup>371</sup> BRAND, § 6 N 135.

<sup>372</sup> Vgl. dazu oben, [N 109](#).

<sup>373</sup> BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N II; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 78.

<sup>374</sup> BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N II; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 78.

<sup>375</sup> Vgl. dazu BGer 2C\_571/2009 E. 2.4; BGer B-5657/2016 E. 6.2.1.

<sup>376</sup> BGer 2C\_571/2009 E. 2.4; BGer B-5657/2016 E. 6.2.1.

<sup>377</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 12 N 604 (FN 1191).

<sup>378</sup> BGer 2C\_571/2009 E. 2.4; BGer B-5657/2016 E. 6.2.1.

<sup>379</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 12 N 604 (FN 1192).



Wie nach den Schilderungen zum Urteil aus dem Jahr 2010 (Hotelimmobilien) un schwer zu erkennen ist, bilden Immobiliengesellschaften einen der häufigen praktischen Anwendungsfälle im Zusammenhang mit Abgrenzungen im Rahmen von Art. 2 Abs. 2 lit. d. Immobiliengesellschaften sind spezifische Ausprägungen der Investmentgesellschaften nach dem KAG, die sich auf die Anlagekategorie der Immobilien beschränken.<sup>380</sup> Solche Gesellschaften tätigen vorwiegend Anlagen in Immobilien, d.h. sie investieren direkt in Grundstücke oder beteiligen sich an Gesellschaften, die ihrerseits Immobilien halten.<sup>381</sup> Würde eine Gesellschaft sich darauf beschränken, Grundstücke zu erwerben und anschliessend mit möglichst hohem Gewinn weiter zu veräussern, würde dies eine reine Kapitalanlage bedeuten. Allerdings verhält es sich in der Praxis so, dass Immobiliengesellschaften zumeist auch weitere Tätigkeiten ausüben (Bauprojekte, Beratungsdienstleistungen, etc.) und mithin Mischgesellschaften vorliegen.<sup>382</sup>

147

Dies bereitet insb. dann Schwierigkeiten, wenn eine Immobiliengesellschaft die Form einer AG aufweist. In einem solchen Fall entstehen zumeist Abgrenzungsschwierigkeiten mit der SICAF i.S.v. Art. 110 ff. Bei einer Abgrenzung in einer solchen Konstellation ist u.E. – zwar ein nicht alleiniges – jedoch ein besonderes Gewicht auf das Ausmass der erbrachten Eigenleistung zu legen.<sup>383</sup> Steht das Errichten von Liegenschaften und Bauprojekten mit eigenen Mitarbeitern und eigener Infrastruktur bei einer Gesamtbetrachtung im Vordergrund, und bildet es nicht nur eine untergeordnete Nebentätigkeit, so ist von einer operativen Tätigkeit auszugehen.<sup>384</sup>

148

Dies bedeutet im Umkehrschluss jedoch auch, dass die Durchführung von Bauprojekten für sich alleine nicht ausreicht, um von einer operativen Tätigkeit i.S.v. Art. 2 Abs. 2 lit. d auszugehen. So ist es beispielsweise den KmGK gem. Art. 103 Abs. 2 i.V.m. Art. 121 Abs. 1 lit. a und c KKV ausdrücklich gestattet, ausser in Risikokapital auch in Bau-, Immobilien- und Infrastrukturprojekte sowie weitere Anlagen, insb. in Immobilien oder Infrastruktur zu investieren. Für die genauere Analyse dieser Aspekte sollten einerseits die Aktivseite der

149

---

<sup>380</sup> VOGEL/LUTHIGER 597.

<sup>381</sup> LUCHSINGER GÄHWILER, SICAF 9; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 12 N 606; VOGEL/LUTHIGER 597.

<sup>382</sup> LUCHSINGER GÄHWILER, SICAF 9; VOGEL/LUTHIGER 597.

<sup>383</sup> Vgl. dazu oben, [N 106 f.](#)

<sup>384</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 12 N 606. Für die Qualifikation als operative Gesellschaft wird daher in einem ersten Schritt ein Mindestmass an eigener Organisation mit wohl eigenen Mitarbeitern vorhanden sein müssen, vgl. auch VOGEL/LUTHIGER 598.

Bilanz und andererseits die Aufwände aus der Erfolgsrechnung genauer betrachtet werden.<sup>385</sup> Ergibt sich daraus, dass das Geschäftsmodell auf Kauf- und Verkaufs- sowie Bewirtschaftungstätigkeiten ausgelegt ist, führt dies zu einer Qualifikation als Investmentgesellschaft.<sup>386</sup>

150 Im Urteil aus dem Jahr 2010 (Hotelimmobilien) stellte das Bundesgericht insb. auf die fremdverwaltete Struktur der kollektiven Kapitalanlage ab, da die Kommanditäre keinen Einfluss auf die Verwaltung des Anlagevermögens ausüben konnten.<sup>387</sup> Manche Autoren halten dem entgegen, dass die Differenzierung zwischen Selbstverwaltung und Fremdverwaltung in methodischer Hinsicht nicht geeignet sei, das Tatbestandsmerkmal der Kapitalanlage von operativen Gesellschaften abzugrenzen.<sup>388</sup> Begründet wird dies u.E. folgerichtig anhand der Ausnahmebestimmung von Art. 2 Abs. 2 lit. f, wonach Investmentclubs dem KAG nicht unterstellt sind, sofern deren Mitglieder in der Lage sind, ihre Vermögensinteressen selber wahrzunehmen.<sup>389</sup> Investmentclubs sind aufgrund der nicht vorhandenen Fremdverwaltung zwar nicht dem KAG unterstellt, weisen aber doch das Tatbestandsmerkmal der Kapitalanlage auf.<sup>390</sup> Gesamthaft hat das Urteil wenig Zuspruch in der Lehre gefunden.<sup>391</sup> Insb. wird auf das Unterlassen einer klaren Definition der operativen Gesellschaft hingewiesen und die dadurch entstandene Rechtsunsicherheit im Umgang mit gesellschaftsrechtlichen kollektiven Kapitalanlagen hervorgehoben.<sup>392</sup>

151 Auch Venture Capital- und Private Equity-Gesellschaften bilden – wie zuvor dargelegt – Hauptanwendungsfälle von Art. 2 Abs. 2 lit. d. Unter Private Equity ist eine Finanzierungsart zu verstehen, bei der ein Investor einem i.d.R. nicht kotierten Unternehmen Kapital oder auch Unterstützung im Management,

---

<sup>385</sup> Nach VOGEL/LUTHIGER sprechen für die Qualifikation als Investmentgesellschaft dabei insb. folgende Positionen: Die Aktivseite der Bilanz setzt sich zu einem wesentlichen Teil zusammen aus Kapitalanlagen (Immobilien/Gesellschaftsbeteiligungen), die Aufwände hauptsächlich aus Verwaltungs-, Liegenschafts- und Personalaufwand im Zusammenhang Organtätigkeiten und Kapitalanlage-, d.h. Liegenschaftsverwaltung, die Ertragsseite hauptsächlich aus Miet- und Liegenschaftserträgen, ergänzt durch Verkaufs- und Bewertungsgewinne bzw. -verluste, vgl. VOGEL/LUTHIGER 598.

<sup>386</sup> VOGEL/LUTHIGER 598.

<sup>387</sup> BGer 2C\_571/2009 E. 3.1 f.

<sup>388</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 82.

<sup>389</sup> Vgl. dazu unten, [N 194 ff.](#)

<sup>390</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 82.

<sup>391</sup> Kritisch etwa BAIER N 136 f., 161; BOHRER 77 f.; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 12 N 602.

<sup>392</sup> BAIER N 136.

Planung, Kontrolle etc. zur Verfügung stellt, mit der Absicht, die Beteiligungen wieder gewinnbringend zu veräussern.<sup>393</sup> Private Equity-Gesellschaften beteiligen sich vorwiegend in einer kritischen Phase des Unternehmens (Gründung, Wachstum, Überleben), was zu grossen Ausfallrisiken, jedoch auch zu überdurchschnittlich hohen Renditen führen kann.<sup>394</sup> Die besagten Gesellschaften nehmen zumeist über das Halten von Beteiligungen hinaus als aktive Aktionäre auf die Strategie eines Unternehmens Einfluss.<sup>395</sup> Ein Venture Capital-Unternehmen ist demzufolge nicht bloss Kapitalgeber, sondern «aktiver Begleiter» eines Jungunternehmens auf dem Weg zum angestrebten Erfolg.<sup>396</sup>

Grundsätzlich sind Private Equity-Investitionsvehikel vom KAG erfasst. Dies beruht auf dem Bestreben, den Fondsstandort Schweiz für Risikoanlagen attraktiver zu machen und zugleich den Anlegerschutz zu stärken.<sup>397</sup> Für Venture Capital-Finanzierung als eine aktive, unternehmerische Investitionsform ist darauf hinzuweisen, dass der Begriff der Kapitalanlage als Gegenstück zur operativen Gesellschaft einer Mitgestaltung der strategischen Entwicklung von Unternehmen *nicht* entgegensteht. Namentlich sieht Art. 117 Abs. 2 und 3 KKV explizit vor, dass eine KmGK die strategische Ausrichtung der Unternehmen, in die sie investiert, mitbestimmen kann.<sup>398</sup> Zu diesem Zweck kann eine KmGK die Kontrolle der Stimmrechte an Unternehmen übernehmen und zur Gewährleistung der Interessen der Kommanditäre Einsitz im Organ der Oberleitung, Aufsicht und der Kontrolle ihrer Beteiligungen nehmen.<sup>399</sup> Um bei einer Private Equity-Gesellschaft von einer operativen Gesellschaft i.S.v. Art. 2 Abs. 2 lit. d ausgehen zu können, muss das Mass an strategischer Mitbestimmung und aktiver Einflussnahme über die gem. Art. 117 Abs. 2 und 3 KKV gewährte Intensität hinausgehen.<sup>400</sup>

Mit dem Urteil vom 9. Oktober 2018 hat das Bundesgericht vermittelt, dass eine Venture Capital-Gesellschaft dann als kollektive Kapitalanlage zu betrachten ist, wenn die Gesellschaft lediglich das von zahlreichen Anlegern eingesammelte Kapital zur Verfügung stellt, ohne auf irgendeine Art und Weise

---

<sup>393</sup> FRIEDRICH 312; LEZZI N 45.

<sup>394</sup> BSK KAG-DU PASQUIER/POSKRIAKOV, Art. 103 N 4; LEZZI N 45.

<sup>395</sup> FRIEDRICH 312; GERICKE/ISLER 31; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 12 N 607.

<sup>396</sup> FRIEDRICH 313.

<sup>397</sup> BAIER N 78 ff., 86.

<sup>398</sup> Art. 117 Abs. 3 lit. a KKV.

<sup>399</sup> Art. 117 Abs. 3 lit. b KKV.

<sup>400</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 12 N 608. Besondere Beachtung ist hierbei der Art der Wertschöpfung und der Investitionsdauer zu schenken, vgl. dazu FRIEDRICH 313.

auf das Unternehmen einzuwirken oder aktiv Mitwirkungsrechte auszuüben.<sup>401</sup> Investiert eine Venture Capital-Gesellschaft dagegen nicht nur das geäußerte Kapital, sondern wirkt sie aktiv bei den investierten Start-Ups mit – z.B indem sie Organe stellt, sich Vetorechte ausbedingt oder sich aktiv in die Führungsprozesse des Jungunternehmens miteinbringt – greift die Ausnahme nach Art. 2 Abs. 2 lit. d.<sup>402</sup> Das Urteil wurde mehrheitlich gutheissend entgegengenommen. Begrüssst wird insb. die Wertung des Bundesgerichts, wonach nicht nur diejenigen unternehmerisch tätigen Gesellschaften ausgenommen wurden, die ein eigentliches Produktions-, Dienstleistungs- oder Handelsgeschäft betreiben.<sup>403</sup>

## 4.5 Konkretisierung auf Verordnungsebene

### a. Ausgewählte Betrachtungen

- 154 Wie zuvor aufgezeigt werden konnte, hat die Frage, ob und unter welchen Voraussetzungen eine Gesellschaft i.S.v. Art. 2 Abs. 2 lit. d als operative Gesellschaft zu betrachten ist, in der Praxis und der Doktrin zu erheblichen Unsicherheiten geführt. Nach mehrfacher Forderung aus der Lehre und Rechtsprechung<sup>404</sup> entschloss sich der Verordnungsgeber im Nachgang zum FIDLEG/FINIG-Gesetzespaket schliesslich für eine solche neue Verordnungsbestimmung, die Klärung schaffen sollte.<sup>405</sup>
- 155 Nach dem neuen Art. 1b KKV gelten operative Gesellschaften, die eine unternehmerische Tätigkeit ausüben, unabhängig von ihrer Rechtsform als Unternehmen, die (zumindest) ihren satzungsmässigen oder tatsächlichen Sitz in der Schweiz haben oder in der Schweiz niedergelassen sind, soweit sich ihr satzungsmässiger Sitz in einem anderen Staat befindet.<sup>406</sup> Entsprechende Un-

---

<sup>401</sup> Dies ist selbst dann der Fall, wenn in Investitionsverträgen Partizipationsrechte vorgesehen sind. Entscheidend ist in diesem Fall nicht die formelle Existenz dieser Mitwirkungsrechte, sondern die tatsächliche Ausübung derselben, vgl. FRIEDRICH 314.

<sup>402</sup> Grund hierfür ist, dass die Wertschöpfung in einem solchen Fall in der aktiven Mitwirkung der Venture Capital-Gesellschaft und damit auf Eigenleistungen beruht. In einer solchen Konstellation wird ein Venture Capital-Unternehmen als operatives Unternehmen qualifiziert, sofern die vertraglich vorbehaltenen Mitwirkungsrechte auch effektiv wahrgenommen werden, vgl. FRIEDRICH 314.

<sup>403</sup> BAIER N 147.

<sup>404</sup> Vgl. etwa BGer 2C\_571/2009 E. 2.3.1; BLOCH/VON DER CRONE 216; KÜHNE, Praxis § 12 N 905.

<sup>405</sup> Erläuterungsbericht FIDLEV/FINIV/AOV 2019 118.

<sup>406</sup> Art. 1b Abs. 1 lit. a KKV.

ternehmen betreiben eine Tätigkeit gewerbsmässig oder in einem Umfang, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert,<sup>407</sup> und deren Hauptzweck die Führung eines Dienstleistungs-, Fabrikations- oder Handelsgewerbes ist.<sup>408</sup>

Dies trifft nach der neuen Ordnungsbestimmung insb. bei Unternehmen zu, die Immobilien entwickeln oder errichten, Güter und Handelswaren produzieren, kaufen, verkaufen oder tauschen oder sonstige Dienstleistungen ausserhalb des Finanzsektors anbieten.<sup>409</sup> Der Ordnungsgeber legt zudem fest, dass operative Gesellschaften zusätzlich zu ihren unternehmerischen Tätigkeiten auch Investitionen zu Anlagezwecken tätigen können. Diese dürfen jedoch zum Hauptzweck lediglich eine *untergeordnete Neben- oder Hilfstätigkeit* darstellen.<sup>410</sup> 156

Für die Auslegung des Begriffs eines «in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetriebs» nach Art. 1b Abs. 1 lit. b KKV dürfte u.E. das nach «kaufmännischer Art geführte Gewerbe» gem. OR herangezogen werden. Dort werden insb. Handels- oder Fabrikationsgeschäfte als nach «kaufmännischer Art geführte Gewerbe» verstanden.<sup>411</sup> Eine Interpretation von «in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieben» nach Art. 1b Abs. 1 lit. b KKV i.S. des OR deckt sich auch im weitesten Sinne mit der «Führung von Dienstleistungs-, Fabrikations- oder Handelsgewerben» i.S.v. Art. 1b Abs. 1 lit. c KKV, die den Hauptzweck einer operativen Gesellschaft formieren sollen.<sup>412</sup> 157

Der Gewerbebegriff wird im OR nirgends definiert. Jedoch beschreibt die HRegV Gewerbe als grundsätzlich jede selbstständige, auf dauernden Erwerb gerichtete wirtschaftliche Tätigkeit.<sup>413</sup> In der Lehre werden für das Vorliegen eines Gewerbes gemeinhin drei Kriterien herangezogen. Es muss eine dau- 158

---

<sup>407</sup> Art. 1b Abs. 1 lit. b KKV.

<sup>408</sup> Art. 1b Abs. 1 lit. c KKV.

<sup>409</sup> Art. 1b Abs. 2 lit. a-c KKV.

<sup>410</sup> Art. 1b Abs. 5 KKV.

<sup>411</sup> Vgl. Art. 347 Abs. 1, Art. 458 Abs. 1, Art. 462 Abs. 1, Art. 552 Abs. 1, Art. 594 Abs. 1 und Art. 934 Abs. 1 OR.

<sup>412</sup> Bemerkenswerterweise lehnte sich der Ordnungsgeber bei Art. 1b Abs. 1 lit. b KKV («in kaufmännischer Weise eingerichteter Geschäftsbetrieb») an die Terminologie des deutschen HGB (Handelsgesetzbuch in der im Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 4100-1, veröffentlichten bereinigten Fassung, das zuletzt durch Artikel 14 des Gesetzes vom 22. Dezember 2020 [BGBl. I S. 3256] geändert worden ist) und nicht an diejenige des OR an (vgl. etwa § 3 Abs. 2 HGB, § 84 Abs. 4 HGB, § 93 Abs. 3 HGB, § 383 Abs. 3 HGB).

<sup>413</sup> Art. 2 lit. b HRegV.

ernde, selbstständige und wirtschaftliche Tätigkeit vorliegen.<sup>414</sup> Im Zentrum steht hierbei das Kriterium der Selbstständigkeit. Diese liegt dann vor, wenn eine Unternehmung in räumlicher (Arbeitsort), zeitlicher (Arbeitszeiten, Urlaub) und personeller (Anstellung von Personal und dessen Einsatz) Hinsicht grundsätzlich frei bestimmt werden kann.<sup>415</sup>

- 159 Typische *Handelsgewerbe* bewerkstelligen klassische kaufmännische Tätigkeiten des erwerbsmässigen Umsatzes von meistens unbearbeiteten Sachen oder handelsbezogenen Dienstleistungen (z.B. Lagerung, Transport, Versicherungsdienstleistungen, etc.).<sup>416</sup> *Fabrikationsgewerbe* dienen i.d.R. der industriellen Bearbeitung von Rohstoffen und anderen Waren mithilfe von technischen Mitteln zur Herstellung von neuen oder veränderten Erzeugnissen (z.B. Lebensmittel- oder Autoproduktion).<sup>417</sup> *Sonstige kaufmännische Gewerbe* sind solche, die einer manuellen Fertigung bzw. der Bearbeitung gewisser Produkte nachgehen oder sonstige Dienstleistungen erbringen. Dazu zählen etwa grössere Handwerksbetriebe, Bauunternehmungen, Spitäler und dergleichen.<sup>418</sup>
- 160 Wann ein Gewerbe kaufmännisch ist, ist nicht eindeutig geregelt. Die bundesgerichtliche Praxis berücksichtigt jedoch im Rahmen einer Gesamtbetrachtung die Umstände des Einzelfalles und legt entscheidenden Wert auf die Komplexität der notwendigen Organisation, die Beschäftigung von Personal, Kapitalbedarf sowie Geschäftsbeziehungen zu einem grösseren Lieferanten- und Kundenkreis.<sup>419</sup> Im Schrifttum wurden gewisse Voraussetzungen herausgearbeitet, die ein Vorliegen eines kaufmännischen Gewerbes definieren. Dazu zählen etwa die Art und der Umfang des Gewerbes sowie das Erfordernis einer

---

<sup>414</sup> Vgl. dazu statt vieler ZOLLINGER § 4 N 282 ff.

<sup>415</sup> Dabei ist auf die tatsächlich gelebten Verhältnisse abzustellen, vgl. ZOLLINGER § 8 N 570 f.

<sup>416</sup> Vgl. dazu JUNG/KUNZ/BÄRTSCHI § 4 N 17.

<sup>417</sup> Vgl. dazu JUNG/KUNZ/BÄRTSCHI § 4 N 18.

<sup>418</sup> Vgl. dazu JUNG/KUNZ/BÄRTSCHI § 4 N 19.

<sup>419</sup> BGE 124 III 363 E. 2; vgl. dazu HPK-DRENCKHAN, Art. 567 N 9.

kaufmännischen Einrichtung.<sup>420,421</sup> Für ein nach kaufmännischer Art geführtes Gewerbe spricht jedenfalls eine Beteiligung von *mehr als drei Personen* in Form von Gesellschaftern und Angestellten oder der eine ordentliche Buchführungspflicht auslösende *Umsatzerlös* von CHF 500'000.<sup>422</sup>

Im Vorfeld der neuen Verordnungsbestimmung von Art. 1b KKV wurde beargwöhnt, dass der Gesetzeswortlaut insb. für die Abgrenzung von Private Equity-Gesellschaften Schwierigkeiten bereiten würde. Dies, weil der Verordnungstext für die Qualifikation als operative Gesellschaft «schwergewichtig auf Unternehmen im Fabrikations- und Handelsgewerbe» abstelle und übrige Dienstleistungen nur ausserhalb des Finanzsektors als operative Tätigkeiten zählen wolle.<sup>423</sup>

161

Hinsichtlich Private Equity- oder Venture Capital-Gesellschaften hat der Bundesrat in einem Erläuterungsbericht nun festgelegt, dass es einer KmGK nach Art. 117 Abs. 3 KKV ausdrücklich gestattet sei, im Rahmen der Investitionstätigkeit die Kontrolle der Stimmrechte an Unternehmen zu übernehmen und im Organ für die Oberleitung, Aufsicht und Kontrolle ihrer Beteiligungen Einsitz zu nehmen.<sup>424</sup> Diese Einflussnahme auf ihre Beteiligungen gelte *nicht* als operative Tätigkeit, da ansonsten Private Equity- und Venture Capital-Gesellschaften per se vom KAG-Geltungsbereich ausgenommen wären. Da auch die SICAF solche Investitionen tätigen kann, gilt diese Bestimmung auch für die SICAF, wobei bei Fondsleitungen und SICAVs Art. 84 KKV zu berücksichtigen ist.<sup>425</sup>

162

---

<sup>420</sup> Mit der Art ist die jeweilige Geschäftsstruktur gemeint. Abgestellt wird auf ein qualitatives Kriterium, das etwa die Natur und Vielfalt der Geschäfte, deren Abwicklungsweise sowie die Streuung des Kundenkreises berücksichtigt. Der *Umfang* eines Gewerbes definiert sich nach einem quantitativen Kriterium, wie etwa dem Umsatzvolumen, der Grösse des Anlage- und Betriebskapitals oder der Höhe des Kreditbedarfs. Eine *kaufmännische Einrichtung* kennzeichnet sich üblicherweise durch den Einsatz von kaufmännischem Personal, einer Gliederung in Geschäfts- und Zuständigkeitsbereiche, eine kaufmännische Buchführung sowie einer Firmenführung zur Identifikation des Geschäftsinhabers vgl. dazu JUNG/KUNZ/BÄRTSCHI § 4 N 13 f.; ZOLLINGER § 11 N 764.

<sup>421</sup> Für eine Zusammenfassung der bundesgerichtlichen Rechtsprechung zur Höhe der Schwellenwerte vgl. ZOLLINGER § 11 N 768 ff.

<sup>422</sup> ZOLLINGER § 11 N 688 ff., 773 ff., insb. auch § 12 N 841 ff. Auch die Bilanzsumme kann als Indiz herangezogen werden, vgl. dazu ZOLLINGER § 12 N 845 ff.

<sup>423</sup> BAIER N 150.

<sup>424</sup> Erläuterungsbericht FIDLEV/FINIV/AOV 2019 118.

<sup>425</sup> Erläuterungsbericht FIDLEV/FINIV/AOV 2019 118.

- 163 Negativ formuliert gelten damit als *nicht* operativ diejenigen Gesellschaften, die Investmentgesellschaften, Zweckgesellschaften (Sitzgesellschaften) oder kollektive Kapitalanlagen i.S. des KAG sind.<sup>426</sup>
- 164 Ferner sind Gesellschaften, die einen weiteren KAG-Ausnahmetatbestand erfüllen, keine operativen Gesellschaften.<sup>427</sup> Besteht der *ausschliessliche* Zweck einer Gesellschaft darin, ihr Vermögen in Wertpapiere, weitere Finanzinstrumente und/oder andere Anlagen zu investieren oder zu halten und ihren Anlegern bzw. Aktionären die aus der Verwaltung ihrer Vermögenswerte resultierenden Ergebnisse zugutekommen zu lassen, und deren Anteile oder Aktien zum Angebot bestimmt sind, gilt sie ebenso nicht als operative Gesellschaft i.S.v. Art. 2 Abs. 2 lit. d.<sup>428</sup> Ebenfalls sind Anlagevehikel, die nach ausländischem Recht gegründet wurden oder diesem unterliegen, unabhängig von ihrer Rechtsform und Ausgestaltung nicht als operative Gesellschaften zu verstehen.<sup>429</sup>

## b. Einschätzung der neuen Verordnungsbestimmung

- 165 Prima facie mag die neue Verordnungsbestimmung einer Grenzziehung insofern entgegenkommen, als aus der Negativformulierung von Art. 1b KKV bestimmte Vehikel von vornherein ausgeschlossen werden können. Bei genauer Betrachtung verbleibt jedoch auch inskünftig ein breiter Konkretisierungsbedarf im konkreten Anwendungsfall.
- 166 Zunächst ist fraglich, nach welchem Massstab beurteilt werden soll, wann der «Hauptzweck» einer Gesellschaft in der Führung eines Dienstleistungs-, Fabrikations- oder Handelsgewerbes i.S.v. Art. 1b Abs. 1 lit. c KKV liegt. Dieselbe Problemstellung betrifft die Frage, wann eine Investitionstätigkeit einer operativen Unternehmung als «untergeordnete Neben- oder Hilfstätigkeit» i.S.v. Art. 1b Abs. 5 KKV qualifiziert werden kann. Auslegungsbedürftig ist auch, wann konkret eine Tätigkeit «gewerbsmässig» i.S.v. Art. 1b Abs. 1 lit. b KKV be-

---

<sup>426</sup> Erläuterungsbericht FIDLEV/FINIV/AOV 2019 118.

<sup>427</sup> Erläuterungsbericht FIDLEV/FINIV/AOV 2019 118.

<sup>428</sup> Erläuterungsbericht FIDLEV/FINIV/AOV 2019 118.

<sup>429</sup> Dies gilt unabhängig davon, ob sie einer gleichwertigen Aufsicht unterliegen oder nicht, wenn deren Anteile oder Aktien in der Schweiz oder von der Schweiz aus Gegenstand einer Werbung, eines Angebots oder Verkaufs sind, vgl. Erläuterungsbericht FIDLEV/FINIV/AOV 2019 119.



trieben wird. Letztlich scheint nach dem Wortlaut von Art. 1b KKV offenbar nur der Umfang massgebend zu sein, nicht aber die Art der unternehmerischen Tätigkeit als qualitatives Merkmal.

Die bundesrätlichen Materialien schweigen zu all dem. Insb. hat man davon abgesehen, eine für die Abgrenzung von Mischgesellschaften vermeintlich so zentrale quantitative Plausibilisierung im Ursprung der Erträge vorzusehen. Es wird damit auch weiterhin schwergewichtig beim Rechtsanwender bleiben, sich den konkreten Abgrenzungsschwierigkeiten zu stellen. Der Rechtssicherheit für Regulierungsadressaten und Gerichte wurde mit der neuen Verordnungsbestimmung damit bei Lichte besehen nicht gedient. 167

Im Ergebnis ist dies jedoch paradoxerweise nicht nur nachteilig. Dies, weil u.E. nicht erwiesen ist, dass eine buchstabengetreue Betrachtung reiner Ertragszahlen zur Abgrenzung (auch) operativer Gesellschaften tatsächlich geeignet ist.<sup>430</sup> Dies kommt insb. bei der Abgrenzung von Private Equity-Gesellschaften ans Licht, wo ein alleiniges Abstellen auf die eingeforderten Managementgebühren nur bedingt zur Begründung einer Dienstleistungstätigkeit beitragen dürfte.<sup>431</sup> Auch im Bereich der Abgrenzung kollektiver Kapitalanlagen von operativen Bau- und Planungsunternehmen sowie General- und Tochterunternehmen kann ein blosses Abstellen auf quantitative Kriterien kritisch betrachtet werden.<sup>432</sup> Massgebend muss daher auch in Zukunft eine gesonderte Betrachtung sämtlicher Umstände im Einzelfall bleiben. 168

---

<sup>430</sup> Ähnlich im Ergebnis auch SCHÄREN, welcher darauf hinweist, dass eine Differenzierung anhand einer festgelegten Schwelle bei den Ertragszahlen die Gefahr einer «zu schematischen» Abgrenzung aufweise, vgl. SCHÄREN, Unterstellungsfragen 84.

<sup>431</sup> So auch BAIER, der darauf hinweist, dass zusätzlich die zweite Ertragskomponente von Private Equity-Gesellschaften, der sog. *carried interest* bzw. die variable Erfolgsbeteiligung bei einem erfolgreichen Exit aus einer Investition, gewöhnlicherweise höher ist als die erfolgsunabhängige Managementgebühr, vgl. BAIER N 148.

<sup>432</sup> Vgl. hierzu BRAND, welcher in diesem Zusammenhang hervorhebt, dass ein Abstellen auf quantitative Kriterien das Ziel verfehle, da alleine die Rolle bzw. die Qualität der Beteiligung an der unternehmerischen Eigenleistung massgeblich sei, vgl. BRAND, § 6 N 135. Siehe dazu bereits oben, [N 137](#).

## 5. Holdinggesellschaften

- 169 Das KAG schliesst zudem all jene Gesellschaften, die durch Stimmenmehrheit oder auf andere Weise eine oder mehrere Gesellschaften in einem Konzern unter einheitlicher Leitung zusammenfassen (Holdinggesellschaften), von seinem Anwendungsbereich aus.<sup>433</sup>

### 5.1 Problemaufriss

- 170 Vergleichbar mit der Ausnahmebestimmung bzgl. operativer Gesellschaften<sup>434</sup> hat der Gesetzgeber für Holdinggesellschaften eine Ausnahmebestimmung geschaffen, die mehrere systematische Besonderheiten aufweist.
- 171 Zunächst ist – wie bei Art. 2 Abs. 2 lit. d – die deklaratorische Natur dieser Ausnahmebestimmung hervorzuheben. Wie bereits erwähnt, gelten als kollektive Kapitalanlagen Vermögen, die von Anlegern zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage aufgebracht und für deren Rechnung verwaltet werden.<sup>435</sup> Dabei wird der Begriff der Kapitalanlage als «jede längerfristig geplante Anlage von Geldern zur Erzielung eines Ertrages oder eines Wertzuwachses oder wenigstens zur Erhaltung der Substanz» umschrieben.<sup>436</sup> Die Funktion einer beherrschenden Konzerngesellschaft kann bereits aufgrund einer negativen Umschreibung des Kapitalanlagebegriffs gem. Art. 7 Abs. 1 nicht unter das KAG fallen.<sup>437</sup>
- 172 Sodann bezeichnet der Gesetzgeber in Art. 2 Abs. 2 lit. e Gesellschaften, die durch Stimmenmehrheit oder auf andere Weise eine oder mehrere Gesellschaften in einem Konzern unter einheitlicher Leitung zusammenfassen, in Klammern als Holdinggesellschaften, und setzt damit den Begriff einer Konzernleitungsholding mit jenem der Holdinggesellschaft gleich. Zwar ist der Begriff der Holding mit der Definition eines Konzerns eng verflochten, aber die Bedeutung ist *nicht* identisch.<sup>438</sup> Aufgrund der synonymen Verwendung der Begriffe Konzern und Holdinggesellschaft in Art. 2 Abs. 2 lit. e ist der Anwendungsbereich der Ausnahmebestimmung nicht restlos klar und bedarf einer sogleich vorzunehmenden Konkretisierung. Allerdings kann vorwegnehmend

---

<sup>433</sup> Art. 2 Abs. 2 lit. e KAG.

<sup>434</sup> Vgl. dazu oben, [N 96 ff.](#)

<sup>435</sup> Art. 7 Abs. 1 KAG.

<sup>436</sup> BGE 116 Ib 79; BGer 2C\_571/2009 E. 2.3.1; Botschaft KAG 2005 6417.

<sup>437</sup> COURVOISIER/SCHMITZ 411; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 125; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 90.

<sup>438</sup> JUNG/KUNZ/BÄRTSCHI § 12 N 46; KÜHNE, Praxis § 2 N 195; BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 15; vgl. sogleich unten, [N 174 ff.](#)

darauf hingewiesen werden, dass vorliegend von einer umfassenden Gesetzesauslegung abgesehen wird.<sup>439</sup> Angestrebt wird vielmehr eine problem- und schwerpunktbezogene Darstellung unter Berücksichtigung der jüngsten Entwicklungen in der Rechtsprechung.

Bemerkenswert ist aus systematischer Sicht letztlich, dass bei der Ausnahmebestimmung für Holdinggesellschaften wie auch bei der Ausnahmebestimmung für operative Gesellschaften gem. Art. 2 Abs. 2 lit. d das Hauptabgrenzungskriterium in der *operativen Tätigkeit* liegt und daher Art. 2 Abs. 2 lit. e als Variante von Art. 2 Abs. 2 lit. d zu interpretieren ist.<sup>440</sup> 173

## 5.2 Begriff der Holdinggesellschaft

Der Begriff der Holdinggesellschaft wird zumeist in Zusammenhang mit dem Aktienrecht (Art. 671 Abs. 4 OR) gesetzt,<sup>441</sup> welches Holdinggesellschaften als Gesellschaften benennt, deren Zweck hauptsächlich in der Beteiligung an anderen Unternehmen besteht. Die enge Verflechtung des Holding- und Konzernbegriffs besteht darin, dass die meisten Konzerne über eine oder mehrere Holdinggesellschaften verfügen, welche die Beteiligungen an den Konzernunternehmen halten.<sup>442</sup> 174

Zudem kann eine Holding gleichzeitig auch die Konzernleitung bestellen, nämlich dann, wenn neben dem Zweck des blossen Haltens von Beteiligungen zusätzlich eine Kontroll- und Leitungstätigkeit der Holding tritt, mittels der die von der Holding gehaltenen Beteiligungen einer einheitlichen wirtschaftlichen Leitung unterstellt werden.<sup>443</sup> 175

<sup>439</sup> Vgl. hierfür statt vieler SCHÄREN, Unterstellungsfragen 90 ff.

<sup>440</sup> BGer B-5657/2016 E. 6.3.4 f.

<sup>441</sup> BAIER N 226; BRAND, § 6 N 140; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 12 N 611; KÜHNE, Praxis § 2 N 195; BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 15; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 93. Zum Begriff der Holdinggesellschaft im Steuerrecht oder Firmenrecht vgl. VON BÜREN 18 f. Der KAG-Gesetzgeber griff dementsgegen zur Definition der Holding auf den Art. 3 des damaligen Zusatzreglements der SWX für die Kotierung von Investmentgesellschaften zurück, vgl. Botschaft KAG 2005 6437.

<sup>442</sup> VON BÜREN 17.

<sup>443</sup> VON BÜREN 17.

- 176 Holdinggesellschaften lassen sich in reine und gemischte Holdinggesellschaften unterteilen. Reine Holdinggesellschaften haben zum ausschliesslichen Zweck das Halten von Beteiligungen.<sup>444</sup> Gemischte Holdinggesellschaften hingegen sind neben der Holdingfunktion auch selbst geschäftstätig.<sup>445</sup>

### 5.3 Begriff des Konzerns

#### a. Altrechtliche Definition

- 177 Der Begriff des Konzerns wurde im früheren Aktienrecht ursprünglich nie ausdrücklich erwähnt, bis in Art. 663e Abs.1 aOR im Jahr 1991 erstmals eine knappe Definition eingeführt wurde. Nach dieser Definition lag ein Konzern vor, wenn eine oder mehrere Gesellschaften durch Stimmenmehrheit oder auf andere Weise unter einheitlicher *Leitung* zusammenfasst werden. Es mussten daher kumulativ zwei Tatbestandsmerkmale vorliegen: (1) Die Zusammenfassung mehrerer, juristisch selbstständiger Gesellschaften unter (2) einer einheitlichen wirtschaftlichen Leitung.<sup>446</sup>
- 178 Ein Grossteil der Lehre stützte sich in diesem Zusammenhang auf das sog. *Leitungsprinzip*, wonach für die Annahme eines Konzernverhältnisses nebst der Unternehmenszusammenfassung die Ausübung der *tatsächlichen* Leitung über ein anderes Unternehmen verlangt wurde.<sup>447</sup> Die blosse Beherrschungsmöglichkeit genügte mithin *nicht* für das Vorliegen eines Konzerns i.S.v. Art. 663e

---

<sup>444</sup> Der Begriff der reinen Holdinggesellschaft ist nicht einheitlich definiert. Mancherorts wird von einem weiten Begriff ausgegangen, indem unter die Holding Kontrollgesellschaften bzw. Kontrollobergesellschaften, die ihren Einfluss zur Durchsetzung einer einheitlichen Leitung nutzen, subsumiert. Andererseits werden auch Anlagegesellschaften zum Holdingbegriff gezählt, «die ohne Absicht auf Einflussnahme, lediglich finanziell motivierte Verwaltungstätigkeiten ausführen», vgl. BAIER N 227. Andere Autoren hingegen sprechen sich für ein engeres Begriffsverständnis aus, wonach nur die Kontrollgesellschaft eine Holding sein kann. Hier ist der Wille zur einheitlichen wirtschaftlichen Beherrschung das entscheidende Merkmal, vgl. zum Ganzen BAIER N 227.

<sup>445</sup> BGer B-5657/2016 E. 6.3.2; vgl. auch MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE § 24 N 76; KÜHNE, Praxis § 2 N 195; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 12 N 612.

<sup>446</sup> Die Unternehmenszusammenfassung konnte verschiedenartig erreicht werden. Möglich war eine Beherrschung durch Beteiligung, Beherrschung durch Stimmmehrheit im Verwaltungsrat, Beherrschung durch die Geschäftsleitung, Beherrschung durch Vertrag, Beherrschung durch die wirtschaftliche Abhängigkeit, vgl. zum Ganzen VON BÜREN 77 m.w.H.

<sup>447</sup> Vgl. dazu VON BÜREN 78 ff.; KUNZ, Konzernbegriffe 356; JUNG/KUNZ/BÄRTSCHI § 12 N 16; ZOLLINGER § 5 N 426 ff. Vgl. dazu im Zusammenhang mit Art. 2 Abs. 2 lit. e KAG BAIER N 229; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 12 N 614; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 90 ff.

Abs. 1 aOR.<sup>448</sup> Die geforderte Zusammenfassung unter einer einheitlichen Leitung war nur dann zu bewerkstelligen, wenn die Möglichkeit einer Beherrschung auch umgesetzt wurde in eine tatsächliche Beherrschung.<sup>449</sup> Demnach lag dort, wo ohne dass die Beteiligung zur Beherrschung auch faktisch eingesetzt wurde (wie etwa bei kollektiven Kapitalanlagen), kein Konzern vor.<sup>450</sup> Da das Ausmass der einheitlichen Leitung je nach Zentralisierungsgrad von Fall zu Fall unterschiedlich ausgestaltet sein konnte, war für das Vorliegen eines Konzerns nach VON BÜREN entscheidend, dass das konzernierte Unternehmen seine wirtschaftlichen Grundentscheidungen nicht selbst treffen kann, sondern sich nach den Weisungen der Konzernleitung richten muss.<sup>451</sup>

## b. Definition im geltenden Recht

Im Zuge einer Revision des Rechnungslegungsrechts wurde Art. 663e im OR gestrichen. An seine Stelle ist Art. 963 Abs. 1 OR getreten, wonach dann eine konsolidierte Konzernrechnung zu erstellen ist, wenn eine rechnungslegungspflichtige juristische Person ein oder mehrere rechnungslegungspflichtige Unternehmen *kontrolliert*.<sup>452</sup> Die neue Umschreibung geht nicht mehr vom Leitungsprinzip, sondern vom sog. *Kontrollprinzip* aus, wonach ein Konzern nicht mehr nur dann zu bejahen ist, wenn die abhängigen Unternehmen tatsächlich beherrscht werden. Vielmehr genügt hier bereits die Möglichkeit zur Beherrschung.<sup>453</sup>

Die Kontrolle einer juristischen Person über ein anderes Unternehmen liegt vor, wenn die juristische Person direkt oder indirekt über die Mehrheit der Stimmen im obersten Organ verfügt; direkt oder indirekt über das Recht verfügt, die Mehrheit der Mitglieder des obersten Leitungs- oder Verwaltungsorgans zu bestellen bzw. abzurufen oder aufgrund der Statuten, der Stiftungsurkunde, eines Vertrags oder vergleichbarer Instrumente einen beherrschenden Einfluss ausüben kann.<sup>454</sup>

<sup>448</sup> VON BÜREN 82.

<sup>449</sup> VON BÜREN 82.

<sup>450</sup> VON BÜREN 82.

<sup>451</sup> VON BÜREN 83. Diese Ansicht wird geteilt von SCHÄREN, vgl. SCHÄREN, Unterstellungsfragen 90 ff. Vgl. dazu auch BAIER N 235.

<sup>452</sup> Vgl. dazu JUNG/KUNZ/BÄRTSCHI § 12 N 14.

<sup>453</sup> Botschaft OR 2007 1722 ff.; BAIER N 231; KUNZ, Konzernbegriffe 356; JUNG/KUNZ/BÄRTSCHI § 12 N 15.

<sup>454</sup> Art. 963 Abs. 2 Ziff. 1-3 OR.

## 5.4 Auswirkungen auf den Anwendungsbereich

- 181 Das KAG folgt in Art. 2 Abs. 2 lit. e der altrechtlichen Konzernrechtsdefinition und fügt dieser Umschreibung in Klammern den Begriff Holdinggesellschaft an.<sup>455</sup> Aufgrund der soeben dargestellten Auseinanderhaltung der Rechtsbegriffe Konzern und Holding im schweizerischen Recht und dem Durcheinanderbringen dieser beiden Begriffsbestimmungen in Art. 2 Abs. 2 lit. e ist die Ausnahmebestimmung als folgewidrig zu betrachten.<sup>456</sup> Wie zuvor dargelegt, können Holdinggesellschaften zwar als Strukturträger für Konzerne dienen, die Begriffe sind jedoch nicht als Synonyme zu verstehen.<sup>457</sup>
- 182 Jedenfalls scheint die Ausnahmebestimmung stets Konzerngesellschaften zu erfassen, die eine einheitliche wirtschaftliche Leitung durchsetzen.<sup>458</sup> Fraglich bleibt angesichts der beschriebenen Unklarheiten jedoch, ob Art. 2 Abs. 2 lit. e einzig Konzerngesellschaften nach der altrechtlichen Definition erfasst,<sup>459</sup> oder ob auch konzernierte Gesellschaften bzw. reine Holdinggesellschaften darunterfallen, die Beteiligungen halten, jedoch nicht nach einer einheitlichen wirtschaftlichen Leitung trachten.<sup>460</sup>
- 183 Bei reinen Holdinggesellschaften, die sich ausschliesslich auf das Halten von Beteiligungen beschränken und keine Leitungsfunktion übernehmen, sollte Art. 2 Abs. 2 lit. e u.E. nicht anwendbar sein.<sup>461</sup> Diese Auffassung unterstreicht den «Charakter der passiven Kapitalanlage», denn die Ausübung einer Konzernleitungsfunktion stellt keine Anlagetätigkeit i.S. des Begriffs der kollektiven Kapitalanlage dar.<sup>462</sup> Dieses Verständnis hat das Bundesgericht unlängst bestätigt.<sup>463</sup>

---

<sup>455</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 12 N 618.

<sup>456</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 94; ähnlich BAIER N 233 ff.

<sup>457</sup> BGer B-5657/2016 E. 6.3.2; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 12 N 618.

<sup>458</sup> KÜHNE, Praxis § 2 N 196; BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 16; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 94; vgl. sogleich die Ausführungen zur bundesgerichtlichen Praxis, unten, [N 184 ff.](#)

<sup>459</sup> Vgl. dazu oben, [N 177 f.](#)

<sup>460</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 94.

<sup>461</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 12 N 618; KÜHNE, Praxis § 2 N 198; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 101.

<sup>462</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 12 N 618; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 101. Vgl. dazu auch BAIER N 235.

<sup>463</sup> Vgl. sogleich unten, [N 184 ff.](#)

## 5.5 Bundesgerichtliche Praxis

In dem bereits im Rahmen der Abhandlungen zu den operativen Gesellschaften nach Art. 2 Abs. 2 lit d analysierten, 42-seitigen Urteil vom 5. Juni 2018 (Penny Stocks), beschäftigte sich das Bundesgericht auch mit der Ausnahmegestaltung für Holdinggesellschaften gem. Art. 2 Abs. 2 lit. e.<sup>464</sup> Für allgemeine Erläuterungen zum konkreten Sachverhalt sei auf die obigen Ausführungen verwiesen.<sup>465</sup> 184

Die Beschwerdeführer begründeten in casu eine Nichtunterstellung gestützt auf Art. 2 Abs. 2 lit. e mit dem Standpunkt, der Zweck der in Frage stehenden Gesellschaft sei das dauernde Halten und Verwalten qualifizierter Beteiligungen an ihren Tochtergesellschaften gewesen. Die Unternehmensgruppe habe zudem unter einheitlicher Leitung gestanden, weil die in Frage stehende Gesellschaft durch ihre Aktionärsvertreter in sämtlichen Verwaltungsräten mittels einer Kontrollmehrheit vertreten gewesen sei.<sup>466</sup> Die Beschwerdeführer, die einen Anteil von je 27% an der betreffenden Gesellschaft hielten, hätten als Aktionärsvertreter der betreffenden Gesellschaft im Verwaltungsrat der Tochtergesellschaften Einsitz genommen und entsprechend Einfluss ausgeübt.<sup>467</sup> Die Beschwerdeführer führten weiter an, dass der Arbeitsvertrag eines Beschwerdeführers ausdrücklich vorgesehen habe, dass ihm neben der Leitung der betreffenden Gesellschaft auch die Einflussnahme auf deren Gruppengesellschaften obliege.<sup>468</sup> Zudem seien konzernintern verschiedene Darlehen gewährt worden und die Zusammenfassung unter einheitlicher Leitung habe verschiedene Synergieeffekte gebracht.<sup>469</sup> 185

Dem hielt die Vorinstanz entgegen, dass die Untersuchungsbeauftragten keine Konzernstrategie bzw. keine aktive (strategische) Einflussnahme der in Frage stehenden Gesellschaft auf die Geschäftstätigkeit ihrer Beteiligungen feststellen konnten, die über die koordinierte Erzielung von Kapitalgewinnen durch Aktienkäufe hinausgegangen sei.<sup>470</sup> Insbesondere seien keine Belege wie VR-Protokolle für eine solche aktive Einflussnahme vorhanden gewesen.<sup>471</sup> Die von 186

<sup>464</sup> BGer B-5657/2016 E. 6.3.

<sup>465</sup> Vgl. oben, [N 121 ff.](#)

<sup>466</sup> BGer B-5657/2016 E. 6.3.

<sup>467</sup> BGer B-5657/2016 E. 6.3.

<sup>468</sup> BGer B-5657/2016 E. 6.3.

<sup>469</sup> BGer B-5657/2016 E. 6.3.

<sup>470</sup> BGer B-5657/2016 E. 6.3.

<sup>471</sup> BGer B-5657/2016 E. 6.3.

den Beschwerdeführern behaupteten Synergieeffekte hätten sich zudem in der zentralen Administration erschöpft.<sup>472</sup> Insb. aufgrund dieser «weitgehenden strategisch-operativen Inaktivität» des Gesamtverwaltungsrats in Bezug auf die Belange der Beteiligungen hat nach Ansicht der Vorinstanz kein Konzern unter einer einheitlichen Leitung i.S.v. Art. 2 Abs. 2 lit. e bestanden.<sup>473</sup>

- 187 Das Bundesgericht hält es in Einklang mit einem grossen Teil der Lehre für «teleologisch überzeugend», das zentrale Abgrenzungskriterium zwischen Investmentgesellschaften und Holdinggesellschaften i.S.v. Art. 2 Abs. 2 lit. e in der *aktiven Einflussnahme* einer derartigen Holdinggesellschaft auf eine *operative Tätigkeit* der Beteiligungsgesellschaften zu sehen.<sup>474</sup> Denn genau wie bei der Ausnahmebestimmung für operative Gesellschaften stelle auch bei der Ausnahme für Holdinggesellschaften die operative Tätigkeit das Hauptabgrenzungskriterium dar, nur eben «in konsolidierter Form».<sup>475</sup> Werden die Beteiligungen, so das Bundesgericht, nicht vordergründig zur operativen Bestimmung des Geschäfts der Gesellschaften, sondern zur passiven Kapitalanlage gehalten, finde der Ausnahmetatbestand *keine* Anwendung.<sup>476</sup> Holdinggesellschaften nach Art. 2 Abs. 2 lit. e müssen damit mindestens indirekt unternehmerisch tätig sein, indem sie als Konzernoberleitung aktiv Einfluss auf die operative Geschäftstätigkeit der Beteiligungsgesellschaften nehmen.
- 188 In casu verhielt es sich so, dass die beiden Beschwerdeführer sowohl Organe der in Frage stehenden Gesellschaft als auch Verwaltungsratsmitglieder der übrigen Gruppengesellschaften waren und die in Frage stehende Gesellschaft dadurch im Verwaltungsrat aller Gruppengesellschaften zumindest eine Kontrollmehrheit innehatte. Die beiden Beschwerdeführer waren also nicht nur Verwaltungsratsmitglieder, sondern offenbar überhaupt die einzigen Organe der Gesellschaften der Gruppe.<sup>477</sup> Insofern konnte nach Ansicht des Bundesgerichts «nicht ernstlich bezweifelt werden, dass die ganze Gruppe unter einheitlicher Leitung stand».<sup>478</sup> Vielmehr wies nach Ansicht des Bundesgerichts, keine der Gruppengesellschaften in der Zeit vor der Einsetzung der Untersu-

---

<sup>472</sup> BGer B-5657/2016 E. 6.3.

<sup>473</sup> BGer B-5657/2016 E. 6.3.

<sup>474</sup> BGer B-5657/2016 E. 6.3.4.

<sup>475</sup> BGer B-5657/2016 E. 6.3.4.

<sup>476</sup> BGer B-5657/2016 E. 6.3.4.

<sup>477</sup> BGer B-5657/2016 E. 6.3.7.

<sup>478</sup> BGer B-5657/2016 E. 6.3.7.



chungsbeauftragten eine massgebliche operative Geschäftstätigkeit auf.<sup>479</sup> Eine über die abgestimmte Erzielung von Kapitalerträgen durch Aktienverkäufe hinausgehende Tätigkeit der Gruppe war nicht ersichtlich.

Das Bundesgericht gelangte damit zum Ergebnis, dass weder eine eigene operative Tätigkeit der betreffenden Gesellschaft, noch eine aktive Einflussnahme der Gesellschaft auf eine operative Geschäftstätigkeit ihrer Beteiligungen vorlag.<sup>480</sup> Der Ausnahmetatbestand für Holdinggesellschaften i.S.v. Art. 2 Abs. 2 lit. e fand damit *keine* Anwendung. 189

Der Vollständigkeit halber sei darauf hingewiesen, dass das Bundesgericht auch im Rahmen des Urteils vom 5. November 2010 (Hotelimmobilie)<sup>481</sup> die Holdingausnahme aufgegriffen hat. Da das Bundesgericht jedoch keine Stellung zu den diesbezüglichen Ausführungen der Vorinstanz und zum Ausnahmetatbestand von Art. 2 Abs. 2 lit. e an sich vorgenommen hat, wird vorliegend nicht näher darauf eingegangen. 190

## 5.6 Würdigung

Die Schlussfolgerungen des Bundesgerichts sind nach der hier vertretenen Ansicht in weiten Teilen gutzuheissen. Dies nicht zuletzt mit Blick auf den Schutzzweck des KAG, der bekanntlich insb. der einer kollektiven Kapitalanlage inhärenten Fremdverwaltung geschuldet ist. 191

Die Verwaltung einer kollektiven Kapitalanlage hat typischerweise einen wesentlichen Ermessensspielraum bezüglich der Anlagepolitik und zudem die Kompetenz, selbständig in neue Anlagen zu investieren und damit eine rasche Veränderung im Risikoprofil herbeizuführen. Dies kann Anleger zusätzlichen Gefahren wie z.B. einer spekulativen Anlagetätigkeit aussetzen.<sup>482</sup> Das Bundesgericht hat folgerichtig anerkannt, dass bei operativ tätigen Gesellschaften dies dagegen i.d.R. nicht derart leicht möglich ist, weil ihre Investitionen in bestimmten Bereichen gebunden sind, solange sich die Art der Geschäftstätigkeit nicht ändert.<sup>483</sup> Dieser langfristige Horizont kann auch bei einem ganzen Konzern bestehen, «sofern und soweit dieser in konsolidierter Form eine operative Geschäftstätigkeit verfolgt.»<sup>484</sup> 192

<sup>479</sup> BGer B-5657/2016 E. 6.3.7.

<sup>480</sup> BGer B-5657/2016 E. 6.3.8.

<sup>481</sup> Vgl. dazu oben, [N 114 ff.](#)

<sup>482</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 2 N 24; KÜHNE, Praxis § 1 N 57.

<sup>483</sup> BGer B-5657/2016 E. 6.3.5.

<sup>484</sup> BGer B-5657/2016 E. 6.3.5.

- 193 Indem das Bundesgericht das zentrale Abgrenzungskriterium zwischen Investmentgesellschaften und Holdinggesellschaften i.S.v. Art. 2 Abs. 2 lit. e in der *aktiven Einflussnahme* der Holdinggesellschaft auf eine *operative Tätigkeit* der Beteiligungsgesellschaften sieht, hat das Bundesgericht insb. dem Umstand Rechnung getragen, dass ein Abstellen auf das Kontrollprinzip im Kollektivanlagenrecht ins Leere laufen könnte. Dies etwa deshalb, weil eine einheitliche wirtschaftliche Leitung auch auf einer kontrollierenden Minderheitsbeteiligung beruhen kann (z.B. wenn der Aktionärskreis breit gestreut ist).<sup>485</sup> Umgekehrt muss eine Gesellschaft auch mit hundertprozentigen Beteiligungen nicht zwingend die einheitliche Leitung der beherrschten Gesellschaften verfolgen, wenn sie nicht selbst aktiv in die Führung der Unternehmen eingreift.<sup>486</sup>

## 6. Investmentclubs

- 194 Vom KAG-Geltungsbereich ausgenommen sind auch sog. Investmentclubs. Diese können in verschiedenen Rechtsformen erscheinen, treten in den Worten der KAG-Botschaft jedoch «in der Regel als Verein» auf.<sup>487</sup> Diese Aussage ist insofern bemerkenswert, als Vereine aus dem Geltungsbereich des KAG ausgenommen sind.<sup>488</sup>
- 195 Investmentclubs sind grundsätzlich kollektive Kapitalanlagen, jedoch mit dem entscheidenden Unterschied, dass deren Mitglieder in der Lage sind, ihre Vermögensinteressen selber wahrzunehmen.<sup>489</sup> Ziel ist es, private Investmentfonds für «Hobby-Börsianer» bzw. sog. «Tippgemeinschaften» vom Regime des KAG freizustellen.<sup>490</sup> Zumeist wird hier durch eine kleine Anzahl von Anlegern für die Tätigkeit einer grösseren Investition Kapital zusammengelegt, um mit geringen Transaktionskosten eine angemessene Risikodiversifikation zu erlangen.<sup>491</sup>

---

<sup>485</sup> BAIER N 248.

<sup>486</sup> BAIER N 248; VON BÜREN 17.

<sup>487</sup> Botschaft KAG 2005 6437.

<sup>488</sup> Vgl. dazu unten, [N 205 ff.](#)

<sup>489</sup> Botschaft KAG 2005 6437; BAIER N 466.

<sup>490</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 16 N 758; KÜHNE, Praxis § 2 N 180; BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 18.

<sup>491</sup> BAIER N 466; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 16 N 758; KÜHNE, Praxis § 2 N 180; BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 18.

## 6.1 Tatbestandsvoraussetzungen

Ob ein Investmentclub i.S. des KAG vorliegt oder nicht, ist im Einzelfall zu entscheiden. Um jedoch offensichtliche Gesetzesumgehungen auszuschliessen, sind bei der Gründung eines Investmentclubs verschiedene Voraussetzungen zu beachten:

196

- Die Verwaltung des kollektiv aufgebrauchten Vermögens muss durch die Mitglieder tatsächlich und unmittelbar erfolgen. D.h. die Clubmitglieder müssen regelmässig bei den Anlageentscheiden (Sitzungen etc.) mitwirken,<sup>492</sup> und mindestens ein Teil der Mitglieder muss die Anlageentscheide selber fällen.<sup>493</sup> Damit geht einher, dass keine Delegation der Anlageentscheide an Drittpersonen vorgesehen sein darf. Es muss m.a.W. *Selbstverwaltung* vorliegen.<sup>494</sup>
- Das Mitwirkungsrecht der Mitglieder ist im für die gewählte Rechtsform relevanten Konstituierungsdokument festzuhalten.<sup>495</sup>
- Die Anzahl der Mitglieder muss überschaubar sein,<sup>496</sup> d.h. höchstens zwanzig Personen betragen.<sup>497</sup>
- Die Mitglieder werden regelmässig über den Stand der Anlagen informiert,<sup>498</sup> d.h. gegenüber den Mitgliedern muss periodisch (nicht nur jährlich) Rechenschaft abgelegt werden.<sup>499</sup>

Da bei Investmentclubs wie erwähnt Selbstverwaltung und damit keine den Anlegerschutz begründende Fremdverwaltung vorliegt, sind sie dem KAG nicht unterstellt. Daraus folgt freilich, dass sich eine Nichtunterstellung

197

<sup>492</sup> Botschaft KAG 2005 6437.

<sup>493</sup> Art. 1a lit. b KKV.

<sup>494</sup> Botschaft KAG 2005 6437. Möglich ist jedoch eine Delegation an einzelne andere Mitglieder, vgl. Erläuterungsbericht KKV 2006 5; BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 20.

<sup>495</sup> Art. 1a lit. a KKV. Als Konstituierungsdokumente kommen etwa Gesellschaftsverträge oder Statuten in Frage, vgl. JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 16 N 775.

<sup>496</sup> Botschaft KAG 2005 6437.

<sup>497</sup> Art. 1a lit. d KKV. Grund hierfür ist, dass eine persönliche Beziehung unter den Clubmitgliedern angenommen werden kann, was für die gemeinsame Verwaltung notwendig ist, vgl. dazu BAIER N 472; BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 22.

<sup>498</sup> Art. 1a lit. c KKV.

<sup>499</sup> Botschaft KAG 2005 6437; Erläuterungsbericht KKV 2006 5. Über den Inhalt der Informationen finden sich weder im Gesetz, der Verordnung noch den Materialien entsprechende Angaben. Bezweckt werden soll jedenfalls, dass das Informationsgefälle zwischen Anlegern, die im Club eine aktivere Rolle einnehmen verringert wird, vgl. dazu BAIER N 478.

strenggenommen (wie bei operativen Gesellschaften und Holdinggesellschaften) bereits aus einer sachgerechten Interpretation des Kollektivanlagenbegriffs nach Art. 7 ergibt.<sup>500</sup> In diesem Zusammenhang tritt insb. die Unklarheit zu Tage, ob es sich bei Art. 2 Abs. 2 lit. f um eine abschliessende Ausnahme für sämtliche selbstverwalteten Formen von kollektiven Kapitalanlagen handelt. In diesem Falle könnte eine Nichtunterstellung aufgrund fehlender Fremdverwaltung nur erreicht werden, wenn auch die zuvor dargelegten Voraussetzungen für das Vorliegen eines Investmentclubs einschlägig sind.<sup>501</sup> Gegen diese Auffassung spricht, dass wenn bei einem bestimmten Vehikel nachgewiesen werden kann, dass keine Fremdverwaltung vorliegt, eine KAG-Unterstellung ausgeschlossen ist, auch wenn die zuvor dargelegten Ausnahmeveraussetzungen nicht vorliegen.<sup>502</sup> Investmentclubs stellen in diesem Sinne «nur einen von vielen Anwendungsfällen fehlender Selbstverwaltung dar» und sind als Konkretisierung von Art. 7 Abs. 1 zu verstehen.<sup>503</sup>

## 6.2 Mögliche Rechtsformen

- 198 Investmentclubs können wie eingangs erwähnt verschiedene Rechtsformen aufweisen.<sup>504</sup> Weder Gesetz noch Verordnung legen fest, in welcher Rechtsform ein Investmentclub organisiert sein muss. Demgemäss gilt, dass Investmentclubs grundsätzlich in jeder Gesellschaftsform auftreten können, sofern die entsprechenden Voraussetzungen vorliegen.<sup>505</sup>

### a. Personengesellschaften

- 199 Bei der Gründung eines Investmentclubs in Form von Personengesellschaften stehen namentlich die Kollektivgesellschaft und die Kommanditgesellschaft im Vordergrund. Bei diesen beiden Gesellschaftsformen können die Voraussetzungen für Investmentclubs eingehalten werden. Auch die gemeinsame Verwaltung durch die Gesellschafter, d.h. die Anleger, lässt sich bei Kollektiv- und Kommanditgesellschaften ohnehin gesellschaftsvertraglich festlegen, soweit sich eine solche Ordnung nicht bereits aus dem dispositiven Recht ergibt.<sup>506</sup>

---

<sup>500</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 16 N 758 ff.

<sup>501</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 16 N 758 ff.

<sup>502</sup> Vgl. zu den Ausnahmeveraussetzungen oben, [N 196](#).

<sup>503</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 16 N 762; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 145.

<sup>504</sup> Botschaft KAG 2005 6437.

<sup>505</sup> Vgl. zu den Ausnahmeveraussetzungen oben, [N 196](#).

<sup>506</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 16 N 777.

## b. Kapitalgesellschaften

Ob ein Investmentclub in Form einer AG möglich ist, ist angesichts des grundsätzlichen Ausschlusses von Aktionären aus der generellen Geschäftsführungskompetenz einer AG umstritten.<sup>507</sup> Eine Situation, in der Aktionäre als Anleger bei der Fällung von Anlageentscheiden mitwirken, ist also aktienrechtlich nicht möglich. Allerdings liesse sich das Erfordernis der Selbstverwaltung verwirklichen, indem alle Aktionäre zugleich Verwaltungsräte sind.<sup>508</sup> 200

Wie bereits erwähnt wurde, ist das Mitwirkungsrecht der Mitglieder eines Investmentclubs im für die gewählte Rechtsform relevanten Konstituierungsdokument festzuhalten.<sup>509,510</sup> Das konstitutive Gründungsdokument einer AG besteht bekanntlich aus den Statuten. Die Voraussetzung, wonach das Mitwirkungsrecht der Mitglieder im Konstituierungsdokument festzuhalten ist, ist für Investmentclubs in Form einer AG insofern problematisch, als dass aufgrund der aktienrechtlichen Kompetenzordnung die Generalversammlung von der Geschäftsführung ausgeschlossen ist, und die Statuten keine Kompetenz der Generalversammlung zur Fällung von Anlageentscheiden enthalten können.<sup>511</sup> Verschiedene Autoren lehnen vor diesem Hintergrund eine Ausgestaltung von Investmentclubs in Form einer AG ab.<sup>512</sup> 201

Da Art. 809 OR für die GmbH eine gemeinsame Geschäftsführung durch die Gesellschafter bestimmt und die GmbH auch hinsichtlich Organisation mehr Flexibilität zugunsten Selbstverwaltung vorsieht, können Investmentclubs mühelos in Form einer GmbH gegründet werden.<sup>513</sup> Dementgegen wurde für Genossenschaften erlassen, dass sich deren Zweck «in der Hauptsache» in der Förderung bzw. Sicherung bestimmter wirtschaftlicher Interessen ihrer Mitglieder «in gemeinsamer Selbsthilfe» zu erschöpfen hat.<sup>514</sup> Aufgrund von den konkreten wirtschaftlichen Bedürfnissen, die eine Genossenschaft für die Ge- 202

<sup>507</sup> BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 22; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 16 N 778.

<sup>508</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 16 N 778.

<sup>509</sup> Vgl. oben, [N 196](#).

<sup>510</sup> Art. 1a lit. a KKV.

<sup>511</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 16 N 779.

<sup>512</sup> BAKER & MCKENZIE 34; HEBERLEIN 32; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 145; a.M. GERICKE/ISLER 41 ff.

<sup>513</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 16 N 781.

<sup>514</sup> Art. 828 Abs. 1 OR.

nossenschaftler befriedigt, wird zurecht vertreten, dass die Kapitalanlage und die Beteiligung der Genossenschaftler an einem daraus resultierenden Ertrag kein zulässiger Hauptzweck dieser Gesellschaftsform sei.<sup>515</sup>

### c. Mitglieder eines Investmentclubs

- 203 In einer älteren Rechtsprechung hielt das Bundesgericht fest, dass «nur natürliche Personen, die unter sich auch den persönlichen Kontakt pflegen wollen», als Mitglieder eines Investmentclubs in Frage kommen.<sup>516</sup> Dem wird regelmässig entgegengehalten, dass als Anleger auch juristische Personen in Frage kommen, zumal aus Sicht der FINMA-Praxis nichts dagegenspricht und die Materialien zu dieser Frage schweigen.<sup>517</sup> Zudem muss es sich bei Mitgliedern eines Investmentclubs nicht um qualifizierte Anleger nach Art. 10 Abs. 3 handeln.<sup>518</sup> Wesentlich ist vielmehr, ob die zuvor dargelegten Voraussetzungen vorliegen<sup>519</sup> und die Anleger den Investmentclub selbst verwalten.<sup>520</sup>
- 204 Da ein Investmentclub nicht mehr als zwanzig Mitglieder fassen darf,<sup>521</sup> ist bei einer Geltendmachung dieser Ausnahmebestimmung ein besonderes Augenmerk auf die Frage zu legen, ob sich nicht mehrere Anleger indirekt im Investmentclub einklinken, etwa indem sie sich an einer am Investmentclub beteiligten juristischen Person beteiligen, oder ein Treuhänder für eine Vielzahl von Anlegern auftritt.<sup>522</sup>

## 7. Vereine und Stiftungen i.S. des ZGB

- 205 Vom Geltungsbereich des KAG ausgeschlossen sind ferner Vereine (Art. 60 ff. ZGB) und Stiftungen (Art. 80 ff. ZGB),<sup>523</sup> da diese in den Worten des Bundesrates «in der Regel nicht den Zweck der kollektiven Kapitalanlage» verfolgen.<sup>524</sup>

---

<sup>515</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 148.

<sup>516</sup> BGE 98 Ib 197 E 3.c.aa; so auch KÜHNE, Praxis § 2 N 184.

<sup>517</sup> BAIER N 470; BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 19; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 16 N 764 f.

<sup>518</sup> BAIER N 471.

<sup>519</sup> Vgl. zu den Ausnahmevoraussetzungen oben, [N 196](#).

<sup>520</sup> BAIER N 470; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 16 N 765.

<sup>521</sup> Art. 1a lit. d KKV.

<sup>522</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 16 N 766.

<sup>523</sup> Art. 2 Abs. 2 lit. g KAG.

<sup>524</sup> Botschaft KAG 2005 6436.

Zwar kann ein Verein ein nach kaufmännischer Art geführtes Gewerbe führen,<sup>525</sup> doch soll dieses nur zur Verfolgung *nicht wirtschaftlicher Aufgaben* wie z.B. politischer, religiöser, wissenschaftlicher, künstlerischer, wohltätiger oder geselliger Funktionen dienen.<sup>526</sup> Eine Unterstellung von Vereinen fällt daher bereits deshalb ausser Betracht, weil Vereine ihren Mitgliedern nicht unmittelbar wirtschaftliche Vorteile verschaffen dürfen.<sup>527</sup> 206

Stiftungen hingegen könnten an sich die Funktion einer kollektiven Kapitalanlage wahrnehmen.<sup>528</sup> Aufgrund dem klaren Wortlaut von Art. 2 Abs. 2 lit. g ist jedoch von einer generellen Nichtunterstellung auszugehen, selbst wenn die Tatbestandsmerkmale von Art. 7 erfüllt sind. 207

## 8. Ausgewählte Investmentgesellschaften in Form einer AG

Dem KAG nicht unterstellt sind letztlich diejenigen Investmentgesellschaften, welche die Form einer schweizerischen AG aufweisen und an einer Schweizer Börse kotiert sind.<sup>529</sup> Ebenso wenig sind in Form von AGs Investmentgesellschaften erfasst, sofern sie ausschliesslich Aktionäre i.S.v. Art. 10 Abs. 3 und 3ter aufweisen und ihre Aktien auf Namen lauten.<sup>530</sup> 208

Vorweg sei darauf hingewiesen, dass die Ausnahmestimmungen gem. Art. 2 Abs. 3 nur die SICAF gem. Art. 110 ff. betrifft, obschon der Begriff der Investmentaktiengesellschaft auch im Rahmen der SICAV-Regulierung gem. Art. 36 ff. verwendet wird. Dies lässt sich einerseits aus der Entstehungsgeschichte von Art. 2 Abs. 3 ableiten<sup>531</sup> und ergibt sich andererseits aus dem Umstand, dass die Legaldefinition einer SICAF in Art. 110 Abs. 1 «spiegelbildlich» 209

<sup>525</sup> Art. 61 Abs. 2 Ziff. 2 ZGB.

<sup>526</sup> Art. 60 Abs. 1 ZGB.

<sup>527</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 131.

<sup>528</sup> Dies lässt sich bereits anhand der im sozialversicherungsrechtlichen Kontext relevanten Anlagestiftung veranschaulichen, vgl. JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 120 und 132.

<sup>529</sup> Art. 2 Abs. 3 KAG.

<sup>530</sup> Art. 2 Abs. 3 lit. a und b KAG.

<sup>531</sup> Vgl. für eine vertiefte entstehungsgeschichtliche Analyse zu Art. 2 Abs. 3, inkl. den Expertenberichten, den bundesrätlichen Entwürfen und den Beratungen der Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Nationalrates bzw. des Ständerates HÄRTSCH/EICHHORN 448 ff.; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 155 ff.

das formuliert, was in Art. 2 Abs. 3 festgelegt wurde.<sup>532</sup> Zumindest für nach schweizerischem Recht organisierte Gesellschaften, soll daher «von einem deckungsgleichen Begriff» ausgegangen werden.<sup>533</sup>

## 8.1 Kotierung an einer Schweizer Börse

### a. Schweizer Börse

- 210 Der Begriff der Börse richtete sich noch bis zum Inkrafttreten des FinfraG nach Art. 2 lit. b aBEHG. Seit Inkrafttreten des FinfraG werden Börsen als Finanzmarktinfrastrukturen<sup>534</sup> in Art. 26 lit. b FinfraG definiert. Als Börsen gelten demnach Einrichtungen zum multilateralen Handel von Effekten, an der Effekten kotiert werden und die den gleichzeitigen Austausch von Angeboten unter mehreren Teilnehmern sowie den Vertragsabschluss nach nichtdiskretionären Regeln bezweckt.<sup>535</sup> In der Schweiz gelten die SIX Swiss Exchange AG und seit November 2017 auch die BX Swiss AG als bewilligte Börsen i.S. des FinfraG.<sup>536</sup>
- 211 Mit dieser Ausnahmebestimmung wird zum Ausdruck gebracht, dass die Transparenzvorschriften der jeweiligen Schweizer Börse die Anleger ausreichend schützen und es keines zusätzlichen Schutzes durch das KAG bedarf.<sup>537</sup> Nach dem Wortlaut von Art. 2 Abs. 3 ist die Kotierung an einer ausländischen Börse von vornherein ausgeschlossen, selbst wenn die betroffene Gesellschaft

---

<sup>532</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 157. Vgl. dazu auch HÄRTSCH/EICHHORN 447.

<sup>533</sup> BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 24.

<sup>534</sup> Art. 2 lit. a Ziff. 1 FinfraG.

<sup>535</sup> Vgl. zu den einzelnen Begriffsmerkmalen BSK FinfraG-DAENIKER/WALLER, Art. 26 N 8 ff.

<sup>536</sup> Die Eurex Zürich AG stellte ihre operativen Tätigkeiten am 31. März 2018 ein, vgl. auch die Liste der FINMA bzgl. der bewilligten und anerkannten Finanzmarktinfrastrukturen (inkl. Handelsplätze) sowie ausländischen Teilnehmer, abrufbar unter <<https://www.finma.ch/de/bewilligung/finanzmarktinfrastrukturen-und-auslaendische-teilnehmer/>> (abgerufen am 30. November 2020).

<sup>537</sup> Zu den Transparenzvorschriften gehören insb. Art. 55 KR (Regelpublizität) und Art. 53 f. KR (ereignisbezogene Ad hoc-Publizität) sowie Art. 27 ff. KR (Kotierungsprospekt), vgl. HÄRTSCH/EICHHORN 448; BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 25. Gewisse Autoren mahnen in diesem Zusammenhang vor dem Umstand, dass die «Quasiregulierung» durch die SIX eine prudentielle Aufsicht nicht ersetzen könne, da diese keine gewerbepolizeiliche Aufsicht ausübe, vgl. dazu JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 12 N 621; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 164. Ähnliche Äusserungen tätigte auch der frühere CVP Nationalrat Felix Walker in den Beratungen zum KAG, vgl. Amtliches Bulletin Nationalrat 2006, 55.



aufgrund der ausländischen Kotierung Transparenzvorschriften einhalten muss, die mit jenen der Schweiz vergleichbar sind.<sup>538</sup> Zurecht übt SCHÄREN Zweifel an dieser Restriktion, zumal die Regularien einer ausländischen Börse durchaus ein gleiches oder gar höheres Schutzniveau bieten können als schweizerische Börsen und zudem ein Widerspruch zum Grundsatz «same business, same risks, same rules» vorliegt.<sup>539</sup> Eine schweizerische Börse liegt vor, wenn sie nach schweizerischem Recht organisiert ist und in der Schweiz ihren Sitz hat.<sup>540</sup>

## b. Kotierung

Der Begriff der *Kotierung* bezeichnet die Zulassung einer Effekte zum Handel an einer Börse.<sup>541</sup> Die Voraussetzungen einer Kotierung und das diesbezügliche Verfahren wird durch die Börse im Rahmen der Selbstregulierung in einem von ihr zu erlassenden Reglement erfasst, welches anerkannte internationale Standards zu beachten und bestimmte, festgelegte Vorschriften zu enthalten hat.<sup>542</sup> Die FINMA genehmigt das Reglement sowie dessen Änderungen.<sup>543</sup> 212

Im Zusammenhang mit der Kotierung ergeben sich insb. zwei Fragestellungen. 213  
*Erstens* ist unklar, ob es für die Anwendung von Art. 2 Abs. 3 bereits ausreicht, wenn die Aktien einer AG an einer Schweizer Börse lediglich teilkotiert sind (1).  
*Zweitens* ist fraglich, welche Valoren kotiert werden müssen (2).

(1) AGs mit teilkotierten Aktien sind zumeist in Konstellationen vorzufinden, bei denen sich vorher privat gehaltene Familiengesellschaften teilweise dem Publikum öffnen um etwa zusätzliches Kapital für eine Expansion am Finanzmarkt zu beschaffen.<sup>544</sup> Typischerweise verfügen solche Gesellschaften über 214

---

<sup>538</sup> BAIER N 82; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 158 f., vgl. auch BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 25.

<sup>539</sup> Wenn die Standards einer ausländischen Börse diejenigen der Schweiz übertreffen, wären Anleger gar besser geschützt, vgl. SCHÄREN, Unterstellungsfragen 159.

<sup>540</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 158.

<sup>541</sup> Dies geschieht nach einem standardisierten Verfahren, in dem von der Börse festgelegte Anforderungen an den Emittenten und an die Effekte geprüft werden, vgl. Art. 2 lit. f FinfraG.

<sup>542</sup> Art. 35 Abs. 1 und Abs. 2 FinfraG.

<sup>543</sup> Art. 27 Abs. 4 FinfraG.

<sup>544</sup> HÄRTSCH/EICHHORN 447 f.

Vorzugsaktien<sup>545</sup> und Stimmrechtsaktien.<sup>546,547</sup> Vorzugsaktien werden im Unterschied zu den Stimmrechtsaktien i.d.R. kotiert. Auf diese Weise kann sichergestellt werden, dass mit den nicht kotierten Stimmrechtsaktien ein Aktionär oder eine Aktionärsgruppe, der oder die vor der Kotierung die Kapital- und Stimmenmehrheit an der Gesellschaft hielt, auch nach dem Börsengang die Mehrheit der Stimmen behält und damit die Kontrolle über die Gesellschaft bewahrt.<sup>548</sup>

- 215 Der Wortlaut von Art. 2 Abs. 3 vermittelt u.E. klar, dass eine Teilkotierung für das Greifen der Ausnahmebestimmung ausreicht. Es spielt m.a.W. keine Rolle, ob alle Aktien oder nur eine bestimmte Aktienkategorie kotiert ist.<sup>549</sup>
- 216 (2) Das KAG gibt nicht preis, welche Valoren einer Investmentgesellschaft kotiert sein müssen, damit Art. 2 Abs. 3 erfüllt ist. Die Lehre will Art. 2 Abs. 2 jedoch berechtigterweise nur anwenden, wenn die Aktien der entsprechenden Gesellschaft kotiert sind und misst den etwaig kotierten Anleihen keine Bedeutung zu.<sup>550</sup>

## 8.2 Investmentgesellschaften für qualifizierte Anleger mit Namenaktien

- 217 Weist eine Investmentgesellschaft ausschliesslich qualifizierte Anleger i.S.v. Art. 10 Abs. 3 und 3ter auf, und lauten die Aktien einzig auf Namen, so sind sie dem KAG ebenso nicht unterstellt.<sup>551</sup> Ziel dieser Bestimmung ist, dem geringeren Schutzniveau der qualifizierten Anleger und damit einem differenzierten Anlegerschutz gerecht zu werden.<sup>552</sup>

---

<sup>545</sup> Vorzugsaktien haben vermögensmässige Vorrechte gegenüber den übrigen Aktien, d.h. sie haben einen höheren Nennwert. Die Schaffung von Vorzugsaktien erfolgt auf statutarischer Grundlage anlässlich der Gründung oder im Rahmen einer Kapitalerhöhung durch einen GV-Beschluss, vgl. dazu JUNG/KUNZ/BÄRTSCHI § 8 N 105.

<sup>546</sup> Stimmrechtsaktien sind solche, die einen kleineren Nennwert haben, aber zu einer Stimme berechtigen, vgl. dazu JUNG/KUNZ/BÄRTSCHI § 8 N 100.

<sup>547</sup> HÄRTSCH/EICHHORN 447 f.

<sup>548</sup> HÄRTSCH/EICHHORN 448.

<sup>549</sup> So auch BSK KAG-HAEBERLI, Art. 110 N 47; HÄRTSCH/EICHHORN 449.

<sup>550</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 160; BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 29.

<sup>551</sup> Art. 2 Abs. 3 lit. a und b KAG.

<sup>552</sup> BAIER N 533; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 12 N 627.

## a. Qualifizierte Anleger

Seit Inkrafttreten des FIDLEG gelten als qualifizierte Anleger i.S.v. Art. 10 Abs. 3 und 3ter einerseits professionelle Kunden nach Art. 4 Abs. 3–5 oder nach Art. 5 Abs. 1 und 4 FIDLEG<sup>553</sup> sowie andererseits Privatkunden, für die ein Finanzintermediär nach Art. 4 Abs. 3 lit. a FIDLEG oder ein ausländischer Finanzintermediär, der einer gleichwertigen prudentiellen Aufsicht untersteht, im Rahmen eines auf Dauer angelegten Vermögensverwaltungs- oder Anlageberatungsverhältnisses Vermögensverwaltung oder Anlageberatung i.S.v. Art. 3 lit. c Ziff. 3 und 4 FIDLEG erbringt, sofern sie nicht erklärt haben, nicht als solche gelten zu wollen.<sup>554</sup> 218

Ungeklärt ist im Zusammenhang mit der Ausnahmebestimmung gem. Art. 2 Abs. 3 insb., wie vorzugehen ist, wenn sich nachträgliche Änderungen im Anlegerkreis ergeben. Eine Nichtunterstellung einer SICAF aufgrund ausschliesslich qualifizierter Anleger kann im Rahmen der Gründung verhältnismässig einfach festgestellt werden. Ergeben sich hingegen *post festum* planwidrige Veränderungen in der Zusammensetzung der Anleger, ist ungewiss, ob dies einer Anwendung von Art. 2 Abs. 3 lit. a und b entgegensteht. Dies gilt insb. deshalb, weil davon auszugehen ist, dass bereits der Verlust des «qualifizierten Status» eines einzigen Aktionärs zu einer Nichtanwendung von Art. 2 Abs. 3 lit. a und b führt.<sup>555</sup> 219

Möglich sind hierbei mehrere Szenarien: Ein Aktionär verliert nachträglich die Eigenschaft eines qualifizierten Anlegers (z.B. aufgrund eines Opting-Out), oder ein Aktionär, welcher nicht ein qualifizierter Anleger ist, tritt zu einer SICAF hinzu, welche bisher aus ausschliesslich qualifizierten Anlegern bestand.<sup>556</sup> Denkbar ist auch die Situation, dass einer SICAF ein fehlerhafter originärer Erwerb von Anteilen durch einen Käufer zugrunde liegt, dessen qualifizierter Anlegerstatus auf Täuschung oder Irrtum beruht. 220

Verliert ein Aktionär den Status als qualifizierter Anleger, so müsste man diesen faktisch aus dem Anlegerkreis ausschliessen, um nicht unbeabsichtigt als kollektive Kapitalanlage i.S.v. Art. 7 unter den Geltungsbereich des KAG zu fallen. Allerdings ist ein Ausschluss eines Aktionärs im Rahmen des Aktienrechts 221

<sup>553</sup> Art. 10 Abs. 3 KAG.

<sup>554</sup> Die Erklärung muss schriftlich oder in anderer durch Text nachweisbarer Form vorliegen, vgl. Art. 10 Abs. 3ter KAG.

<sup>555</sup> BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 32.

<sup>556</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 12 N 630.

unzulässig.<sup>557</sup> Daher sollte für den Fall, dass ein Aktionär nachträglich den Status eines qualifizierten Anlegers verliert, ein vertragliches Rückkaufsrecht der SICAF vereinbart werden.<sup>558</sup> Ebenso kann mittels eines Aktionärsbindungsvertrags unter den Aktionären der SICAF sichergestellt werden, dass sich die Aktionäre verpflichten, ihre Aktien nötigenfalls an die verbleibenden qualifizierten Anleger zu verkaufen.<sup>559</sup>

- 222 Erfolgte der originäre Erwerb von Aktien fehlerhaft, etwa weil die entsprechende Gesellschaft sich zum Erwerbszeitpunkt der fehlenden qualifizierten Eigenschaften des Anlegers nicht bewusst war oder diese bewusst in Kauf nahm, ist die Rechtslage umstritten. Einige Autoren sprechen sich für zivilrechtliche Nichtigkeit aus, womit der Erwerb nach den zivilrechtlichen Regeln rückabgewickelt werden müsste.<sup>560</sup> Andernorts wird vertreten, dass bei dieser Sachlage eine vormals bewilligungsfreie SICAF in ihre «bewilligungspflichtige Basisrechtsform» wechselt.<sup>561</sup>

## b. Namenaktien

- 223 Art. 2 Abs. 3 lit. b setzt ferner voraus, dass die Aktien auf Namen lauten. Dies schliesst nicht aus, dass unterschiedliche Kategorien von Namenaktien geschaffen werden.<sup>562</sup> Zurecht vertreten daher mehrere Autoren, dass es erlaubt sein muss, dass der Sponsor einer Investmentgesellschaft die Kontrolle über die Gesellschaft mittels Stimmrechtsaktien behält und/oder über Vorzugs-

---

<sup>557</sup> Man könnte daher auf Art. 82 KAG zurückgreifen, wonach der Bundesrat den Zwangsrückkauf vorschreibt, wenn dies zur Wahrung des Rufes des Finanzplatzes, namentlich zur Bekämpfung der Goldwäscherei, erforderlich ist, oder der Anleger die gesetzlichen, reglementarischen, vertraglichen oder statutarischen Voraussetzungen zur Teilnahme an einer kollektiven Kapitalanlage nicht mehr erfüllt. Allerdings ist Art. 82 KAG nur auf bewilligte kollektive Kapitalanlagen anwendbar, was für die SICAF, welche aus qualifizierten Anlegern besteht, gerade nicht zutrifft, vgl. JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 12 N 630; BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 32; BSK KAG-WYSS, Art. 10 N 114.

<sup>558</sup> Denkbar wäre auch ein statutarisches Optionsrecht zum Rückkauf, wobei es auch hier aktienrechtliche Einwände geben dürfte, vgl. dazu JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 12 N 633; BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 32; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 168 f.

<sup>559</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 12 N 634.

<sup>560</sup> BAKER & MCKENZIE 26; BAIER N 542; BSK KAG-WYSS, Art. 10 N 106.

<sup>561</sup> Vgl. BAIER, der jedoch dahingehend konkretisiert, dass bei fehlerhaftem Erwerb aufgrund eines Willensmangels eine zivilrechtliche Rückabwicklung ohne Auswirkungen auf den kollektivanlagerechtlichen Status zu erfolgen habe und der Erwerber rückwirkend auf den Erwerbszeitpunkt aus dem Aktienbuch zu streichen sei, vgl. BAIER N 542.

<sup>562</sup> BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 31.

rechte verschiedene Kategorien von Namenaktionären schafft.<sup>563</sup> Dies deshalb, weil davon ausgegangen werden kann, dass qualifizierte Anleger in der Lage sein werden, die mit einer solchen Anlage verbundenen Risiken selbst abzuschätzen.<sup>564</sup>

---

<sup>563</sup> BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 31; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 173.

<sup>564</sup> Werden jedoch statt Namenaktien andere Beteiligungsrechte ausgegeben, kann die Investmentgesellschaft versuchen, eine Nichtunterstellung gestützt auf Art. 10 Abs. 5 KAG zu erreichen, vgl. BSK KAG-PFENNINGER/NÜESCH, Art. 2 N 31.



## § 8 L-QIF

### 1. Grundlagen

Mit dem «Limited Qualified Investor Fund» (L-QIF) wurde in der Schweiz eine neue Fondskategorie geschaffen. Diese ist auf qualifizierte Anleger beschränkt und von der *Bewilligungs- und Genehmigungspflicht* gem. KAG befreit.<sup>565</sup> Der Dispens von der Bewilligungs- und Genehmigungspflicht hat zur Folge, dass L-QIF nicht der Aufsicht der FINMA unterstehen. 224

Beim L-QIF handelt es sich nicht um eine eigenständige neue Rechtsform einer kollektiven Kapitalanlage. Vielmehr können drei der vier bestehenden kollektiven Kapitalanlagen, namentlich der Anlagefonds, die SICAV und die KmGK die Anforderungen eines L-QIF erfüllen.<sup>566</sup> 225

### 2. Qualifikationsmerkmale eines L-QIF

Nach Art. 118a qualifiziert sich ein L-QIF aus vier Tatbestandsmerkmalen. Es handelt sich um eine *kollektive Kapitalanlage*, die ausschliesslich *qualifizierten Anlegern* offensteht, gem. *den spezifischen Vorschriften für den L-QIF verwaltet* wird und *keiner Bewilligung/Genehmigung der FINMA* bedarf. 226

### 3. Geltungsrelevanz der KAG-Vorschriften

Die Besonderheit im Zusammenhang mit dem Geltungsbereich des KAG ist, dass – obschon der L-QIF sowohl von der Bewilligungs- wie auch der Genehmigungspflicht des KAG befreit ist – die Bestimmungen des KAG grundsätzlich auf L-QIF-Strukturen Anwendung finden.<sup>567</sup> Dieser Grundsatz wird in Art. 118a Abs. 2, wonach der L-QIF dem KAG untersteht, explizit festgelegt. L-QIF unterstehen m.a.W. dem Geltungsbereich des KAG sowohl in sachlicher, persönlicher, territorialer und zeitlicher Hinsicht. 227

---

<sup>565</sup> Art. 13 Abs. 2bis und Art. 118a Abs. 1 lit. c KAG. Vgl. Botschaft L-QIF 2020 6899.

<sup>566</sup> Art. 118c KAG.

<sup>567</sup> Botschaft L-QIF 2020 6899.

- 228 Von diesem Prinzip gibt es jedoch zahlreiche Ausnahmen.<sup>568</sup> Zunächst ist der L-QIF von der Prospektpflicht befreit.<sup>569</sup> Sodann treffen den L-QIF erleichterte Anlagevorschriften, welche aufgrund des beschränkten Anlegerkreises liberaler ausgestaltet sind.<sup>570</sup> Beispielsweise muss ein L-QIF weder die Vorgaben in Bezug auf die möglichen Anlagen noch auf die Risikoverteilung beachten.<sup>571</sup>
- 229 Diese umfangreichen Geltungsausnahmen kennzeichnen die heterogene Natur des L-QIF. Zwar ist von der Grundannahme auszugehen, dass L-QIF Vehikel sind, die dem KAG unterstehen und damit unter dessen Geltungsbereich fallen. Gleichzeitig besteht für sie weder eine Genehmigungs- noch eine Bewilligungspflicht, und es erfolgt keine Beaufsichtigung durch die FINMA. Letzteres darf jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass L-QIF kollektive Kapitalanlagen i.S.v. Art. 7 sind und alle diesbezüglichen Definitionsmerkmale aufweisen.<sup>572</sup>
- 230 Die aus der Dispensierung von zahlreichen KAG-Vorschriften entstehenden Einbussen am Anlegerschutz werden durch den Umstand nivelliert, dass einerseits spezifische Anforderungen an die Verwaltung von L-QIF gestellt werden. Diese muss namentlich durch bestimmte von der FINMA beaufsichtigte Institute wahrgenommen werden.<sup>573</sup> Da der L-QIF sodann nur qualifizierten Anlegern offensteht, richtet er sich ausschliesslich an Marktteilnehmer, die fachlich qualifiziert sind, professionell beraten werden oder wegen ihrer Vermögenssituation keines besonderen Schutzes bedürfen.<sup>574</sup> Hinzu kommen er-

---

<sup>568</sup> Art. 118d KAG normiert einen umfassenden Katalog an Bestimmungen, die für den L-QIF nicht anwendbar sind. Vgl. auch Art. 118a Abs. 2 KAG, wonach der L-QIF dem KAG nur untersteht, sofern «dieses nichts anderes bestimmt».

<sup>569</sup> Botschaft L-QIF 2020 6899.

<sup>570</sup> Art. 118d lit. a KAG.

<sup>571</sup> Botschaft L-QIF 2020 6899.

<sup>572</sup> IMBACH 493.

<sup>573</sup> Botschaft L-QIF 2020 6899. In dem die Verwaltung von L-QIF nur Verwaltern oder Portfoliomanagern bewerkstelligt werden darf, die ihrerseits von der FINMA überwacht werden, soll den qualifizierten Anlegern die «gewohnte Qualität und Sicherheit» garantiert werden, vgl. IMBACH 493. Das für die Verwaltung zuständige Institut hat dem EFD die Übernahme oder Aufgabe der Verwaltung eines L-QIF innert 14 Tagen zu melden, vgl. Art. 118f Abs. 1 KAG.

<sup>574</sup> Botschaft L-QIF 2020 6899.



höhte firmenrechtliche Anforderungen<sup>575</sup> und die Pflicht in den Fondsdokumenten eines L-QIF sowie im Zusammenhang mit der Werbung die Bezeichnung «Limited Qualified Investor Fund» oder «L-QIF» zu verwenden.<sup>576</sup>

---

<sup>575</sup> Vgl. Art. 118e Abs. 2 und 3 KAG.

<sup>576</sup> Vgl. Art. 118e Abs. 1 lit. a KAG.



## II. Teil

# Abgrenzungsfragen im Zusammenhang mit den Merkmale einer kollektiven Kapitalanlage



## § 9 Systematischer Konnex zwischen dem Geltungsbereich des KAG und der Legaldefinition einer kollektiven Kapitalanlage

Das KAG normiert in Art. 7 eine Legaldefinition für den Begriff der kollektiven Kapitalanlage. Damit formt Art. 7 Abs. 1 die Grundlage des KAG-Geltungsbereichs und der KAG-Genehmigungspflicht.<sup>577</sup> Aus gesetzesystematischer Sicht ist Art. 7 stets zusammen mit Art. 2 zu lesen, der den Geltungsbereich des KAG umschreibt.<sup>578</sup> Das Bundesgericht hat diesen systematischen Konnex in folgender Weise zum Ausdruck gebracht: «Zwar grenzt das KAG rechtstechnisch korrekt die Legaldefinition der kollektiven Kapitalanlage (Art. 7) mit ihren fünf Tatbestandsmerkmalen von der Frage des Geltungsbereichs des Gesetzes (Art. 2) ab, doch sind bei der Auslegung die Wechselwirkungen zwischen den beiden Bestimmungen – unter Einschluss des Regelungszwecks (Art. 1) zu beachten».<sup>579</sup> 231

Damit bildet Art. 7 Abs. 1 den gemeinsamen Nenner aller dem KAG unterstellten Produkte i.S. eines konzeptionellen, «rechtsformneutralen» Oberbegriffs.<sup>580</sup> Das heisst, dass die Legaldefinition alle kollektiven Kapitalanlagen, unabhängig von deren Rechtsform, Organisation oder ihrer Ausgestaltung in ein offenes oder geschlossenes Vehikel erfasst.<sup>581</sup> Auch die nach dem FIDLEG sowie dem KAG bewilligungspflichtigen Handlungen (Verwalten, Anbieten oder Aufbewahren einer kollektiven Kapitalanlage) knüpfen an das Vorliegen der Tatbestandsmerkmale von Art. 7 Abs. 1. In diesem Sinne gestaltet Art. 7 die Basis für die Umsetzung des Grundsatzes «same business, same risks, same rules», wonach sämtliche kollektive Kapitalanlagen – unabhängig von ihrer Rechtsform – dem Geltungsbereich des KAG zu unterstellen sind.<sup>582</sup> 232

---

<sup>577</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 72.

<sup>578</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 74; BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 7 N 1. Vgl. dazu die Ausführungen oben, [N 8 ff.](#)

<sup>579</sup> BGer 2C\_571/2009 E. 2.2.

<sup>580</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 74 f.; BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 7 N 1.

<sup>581</sup> Erläuterungsbericht KAG 2003 41 ff.; Botschaft KAG 2005 6416.

<sup>582</sup> Vgl. dazu BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 7 N 1; Erläuterungsbericht KAG 2003 29; Botschaft KAG 2005 6413.



## § 10 Entstehung der Legaldefinition

### 1. Legaldefinition im AFG

Der Ausgangspunkt der sich heute in Art. 7 Abs. 1 befindenden Legaldefinition einer kollektiven Kapitalanlage liegt in Art. 2 Abs. 1 AFG.<sup>583</sup> Im Unterschied zum KAG, welches sowohl gesellschaftliche wie auch vertragliche Kapitalanlagen reguliert, erfasste das AFG bekanntlich nur den vertraglichen Anlagefonds.<sup>584</sup> Diesen definierte das AFG als «ein Vermögen, das auf Grund öffentlicher Werbung von den Anlegern zum Zwecke gemeinschaftlicher Kapitalanlage aufgebracht und von der Fondsleitung nach dem Grundsatz der Risikoverteilung für Rechnung der Anleger verwaltet wird.»<sup>585</sup> Insbesondere den Begriffsmerkmalen der *Kapitalanlage*, der *Risikoverteilung* und der *Fremdverwaltung* schenkte der Bundesrat in den Gesetzesmaterialien besondere Aufmerksamkeit: 233

#### 1.1 Kapitalanlage nach AFG

Als Merkmale einer dem breiten Publikum dienenden Kapitalanlage galt zum einen das Kriterium, dass eine Kapitalanlage dazu geeignet sein musste, einen Ertrag (Zins oder Dividende) abzuwerfen.<sup>586</sup> Andererseits galt die Negotiabilität der Anlage als ein wesentliches Erfordernis für das Vorliegen einer Kapitalanlage. Dies, weil bei den damals in der Schweiz verbreiteten «open end 234

---

<sup>583</sup> Der Leser sei darauf hingewiesen, dass im Rahmen der Ausführungen zur Entstehungsgeschichte von Art. 7 Abs. 1 grundsätzlich auf die Vergangenheitsform zurückgegriffen wird. Dies darf jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass zahlreiche Ausführungen zur Begriffsdefinition von Art. 2 Abs. 1 AFG noch heute Gültigkeit beanspruchen.

<sup>584</sup> Vgl. dazu die Ausführungen oben, [N 15 ff.](#)

<sup>585</sup> Art. 2 Abs. 1 AFG.

<sup>586</sup> Präzisierend fügte der Bundesrat hinzu, dass der Inhaber eines Dividendenpapiers nicht «einen bedingungslosen Anspruch» auf Ertrag erwerbe, vgl. Botschaft AFG 1965 272. Nicht als Kapitalanlagen galten insb. Waren und Wertpapiere, da diese keinen Ertrag abwerfen. Als Bonmot sei an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass mit dieser Bestimmung insb. versucht wurde, die Rechtsform des Anlagefonds denjenigen Gesellschaften zu verschliessen, deren Rendite hauptsächlich im Handel mit alkoholischen Getränken erzielt wurde. Zu Illustrationszwecken führte der Bundesrat deshalb die seinerzeit in der Schweiz bestehenden Whisky-Fonds an. In Wirklichkeit resultiere bei diesen Vehikeln «der Handelsgewinn aus An- und Verkauf von Whisky, also aus einem Handelsgeschäft, das auf Rechnung der Anleger betrieben wird» und nicht aus einem Kapitalertrag, vgl. Botschaft AFG 1965 274; vgl. dazu auch FORSTMOSER, Anlagefondsgesetz 16.

funds», bei denen der Anleger jederzeit die Barauszahlung seines Anteils am Fondsvermögen verlangen kann, die leichte Realisierbarkeit der Anlagen als elementar angesehen wurde.<sup>587</sup>

- 235 Im Rahmen der Erläuterungen zum Kapitalanlagenbegriff äusserte sich der Bundesrat auch zur Frage, wann die «Kollektivität» einer Kapitalanlage gegeben war. Von einer *kollektiven* Kapitalanlage ging der Bundesrat aus, wenn der Anlagefonds aus den Einzahlungen «einer grossen Zahl von Einlegern gebildet» wurde und «deren Anlagebedürfnisse in gleichmässiger Weise befriedigt» wurden.<sup>588</sup> Verlangt wurde hierbei eine strikte Gleichbehandlung aller Anleger, und zwar ohne Rücksicht auf den Zeitpunkt ihres Eintritts und ihres Austritts aus dem Anlagefonds.<sup>589</sup>
- 236 Mit diesen Eigenschaften versuchte man eine Kapitalanlage systematisch von der eigenen wirtschaftlichen Betätigung eines Anlegers abzugrenzen.
- 237 Der Begriff einer Kapitalanlage im Verständnis des AFG implizierte auch eine Abgrenzung der kollektiven Kapitalanlage von *operativen Tätigkeiten*. So wäre es nach Ansicht des Bundesrates mit dem Begriff der Kapitalanlage nicht vereinbar, wenn ein Anlagefonds für Rechnung der Anleger einen Betrieb des Handels, des Gewerbes oder der Industrie führen oder die Funktionen einer Holdinggesellschaft übernehmen würde.<sup>590</sup> Würden unter dem Titel eines «Anlagefonds» Gelder für ein wirtschaftliches Unternehmen gesammelt, so käme dies namentlich einer Irreführung des Publikums gleich. Der Bundesrat beschrieb, dass der Anlagefonds nach seinem Aufbau nicht für die Übernahme unternehmerischer Aufgaben geeignet war, insb. deshalb, weil den Geldgebern jede Einflussmöglichkeit auf die Verwaltung des Anlagefonds fehle.<sup>591</sup>

## 1.2 Der Grundsatz der Risikoverteilung nach AFG

- 238 Der Grundsatz der Risikoverteilung galt als ein allgemein anerkannter Grundsatz der fachkundigen Kapitalanlage. Danach war das Kapital «nicht einseitig, sondern möglichst breit gestreut anzulegen».<sup>592</sup> Begründet wurde dieses Kriterium damit, dass dort, wo sich deutliche Schwerpunkte in der Kapitalanlage abzeichneten, das Risiko bestand, dass einzelne Verluste das Gesamtvermögen

---

<sup>587</sup> Botschaft AFG 1965 272.

<sup>588</sup> Botschaft AFG 1965 273.

<sup>589</sup> Botschaft AFG 1965 243.

<sup>590</sup> Botschaft AFG 1965 274.

<sup>591</sup> Botschaft AFG 1965 274; vgl. zur Fremdverwaltung sogleich unten, [N 283 ff.](#)

<sup>592</sup> Botschaft AFG 1965 273.



in wesentlichem Umfang verminderten. Zudem bestand in einem solchen Fall auch die Gefahr, dass sich die Grenze zwischen blosser Kapitalanlage und eigener wirtschaftlicher Betätigung als Unternehmer verwischte.<sup>593</sup>

### 1.3 Kriterium der Fremdverwaltung nach AFG

Das Vorliegen einer Fremdverwaltung bedingte insb., dass die Fondsleitung im Rahmen des Fondsreglements nach eigenem Ermessen über Kauf und Verkauf von Anlagen, über die weitere Öffnung oder Schliessung des Anlagefonds zu entscheiden hatte.<sup>594</sup> Der Anleger einer kollektiven Kapitalanlage hatte demnach keinen Einfluss auf die Geschäftsführung der Fondsleitung auszuüben. Er konnte sie weder ernennen noch absetzen, noch ihre Massnahmen aufheben oder ihr Weisungen erteilen. Seine Rechte beschränkten sich vielmehr auf finanzielle Ansprüche sowie auf die Beobachtung des Fondsreglements durch die Fondsleitung.<sup>595</sup> Begründet wurde dies damit, dass eine gute, fachkundige Verwaltung des Anlagefonds unmöglich wäre, «wenn jeder einzelne Anleger sich in die Geschäftsführung einmischen könnte».<sup>596</sup> Mit dem Fremdverwaltungs-kriterium wurde auch zum Ausdruck gebracht, dass der Anlagefonds nicht mit der Fondsleitung, und das Fondsvermögen nicht mit dem Eigenvermögen der Fondsleitung identisch ist.<sup>597</sup> Auf diesem Weg wurde der vertragliche Anlagefonds von den durch das AFG nicht erfassten gesellschaftsrechtlich organisierten Kollektivanlagevermögen, wo Anleger eine Gesellschafterrolle einnehmen, abgegrenzt.

239

## 2. Legaldefinition im revAFG

Der Begriff des Anlagefonds wurde 1992 im Wesentlichen unverändert aus dem AFG in dessen revidierte Fassung übernommen. War jedoch der Anlagefonds gem. Art. 2 Abs. 1 AFG stets nach dem Grundsatz der *Risikoverteilung* zu verwalten, galt im revAFG, dass eine Fondsleitung den Anlagefonds nur noch «in der Regel» nach dem Grundsatz der Risikoverteilung zu verwalten hatte. Dem

240

<sup>593</sup> Botschaft AFG 1965 273. Diesem Anliegen wurde der Gesetzgeber im Rahmen von Art. 7 AGF gerecht, wonach im gleichen Unternehmen, zum Verkehrswert im Zeitpunkt der Anlage gerechnet, nicht mehr als 7.5% des gesamten Vermögens des Anlagefonds angelegt werden durfte (Art. 7 Abs. 1 AFG).

<sup>594</sup> Botschaft AFG 1965 273.

<sup>595</sup> Botschaft AFG 1965 273.

<sup>596</sup> Botschaft AFG 1965 273.

<sup>597</sup> Botschaft AFG 1965 273.

liegt der Umstand zugrunde, dass der Bundesrat in Art. 5 Abs. 1 AFV dem AFG auch Vermögen unterstellt hatte, die vertragsgemäss nicht nach dem Grundsatz der Risikoverteilung angelegt werden. Die Risikoverteilung war seit Inkrafttreten des revAFG nicht mehr als konstitutives Wesensmerkmal eines Anlagefonds, sondern wurde nun vielmehr als ein «Grundsatz der vorsichtigen Kapitalanlage» erachtet.<sup>598</sup> Dies geschah deshalb, weil Fonds, die nicht nach dem Grundsatz der Risikoverteilung verwaltet wurden, als besonders risikobehaftet angesehen waren und umso dringender einer Aufsicht bedurften.<sup>599</sup>

- 241 Der Gesetzgeber fügte der Begriffsbeschreibung des AFG neu auch eine Präzisierung hinzu, die beschrieb, wann konkret eine öffentliche Werbung i.S.v. Art. 2 Abs. 1 AFG vorlag. Als öffentlich galt ohne Rücksicht auf die Form jede Werbung, die sich nicht bloss an einen eng umschriebenen Kreis von Personen richtete.<sup>600</sup> Die bestehende Kundschaft eines Unternehmens galt dabei nicht zum vornherein als eng umschriebener Personenkreis.
- 242 Die Revision des AFG 1992 stand allgemein unter dem Vorzeichen der Herstellung der Europakompatibilität des schweizerischen Anlagefondsrechts. Dieses Bestreben nahm auch auf die Begriffsbestimmung der kollektiven Kapitalanlage Einfluss. So wurde beispielsweise anerkannt, dass Art. 1 Abs. 2 der OGAW I-RL für die Definition eines Anlagefonds forderte, dass die Pflicht der Fondsleitung zur jederzeitigen Rücknahme der Anteile zum Verkehrswert einen Definitionsbestandteil bildet. Da Art. 24 Abs. 1 des Entwurfs jedoch diese Rücknahmepflicht als Merkmal des Kollektivanlagevertrages nannte, sah man im Rahmen von Art. 2 AFG davon ab.<sup>601</sup>

### 3. Legaldefinition im KAG

- 243 Mit Inkrafttreten des KAG im Jahr 2006 sollten nicht mehr nur der vertragliche Anlagefonds, sondern auch gesellschaftsrechtlich organisierte Kapitalanlagen spezialgesetzlich erfasst sein. Aus diesem Grund entschloss sich der Gesetzgeber, den Art. 2 AFG durch einen rechtsformneutralen Oberbegriff zu ersetzen. Man einigte sich dabei auf den Ausdruck der «kollektiven Kapitalan-

---

<sup>598</sup> Botschaft AFG 1992 261; vgl. auch BGer 2C\_571/2009 E. 2.2.

<sup>599</sup> Botschaft AFG 1992 260.

<sup>600</sup> Art. 2 Abs. 2 revAFG, vgl. dazu weiterführend Botschaft AFG 1992 261.

<sup>601</sup> Botschaft AFG 1992 261.

lagen», wobei es sich um eine Anlehnung an die englische Bezeichnung «Collective Investment Schemes» und die französischen «Organismes de placement collectif» handelte.<sup>602</sup>

Der Ausdruck «kollektive Kapitalanlage» stellt seither einen Rechtsbegriff mit fünf Tatbestandsmerkmalen dar. Als kollektive Kapitalanlagen gelten Vermögen (1), die von Anlegern zur gemeinschaftlichen (2) Kapitalanlage (3) aufgebracht und für deren Rechnung verwaltet (4) werden. Die Anlagebedürfnisse der Anleger sind dabei in gleichmässiger Weise zu befriedigen (5).<sup>603</sup> 244

Um von einer Unterstellung, d.h. von einer Bewilligungspflicht auszugehen, müssen diese Tatbestandsmerkmale grundsätzlich *kumulativ* vorliegen.<sup>604</sup> 245  
Hierbei ist jedoch der Leitgedanke des Anlegerschutzes i.S.v. Art. 1 zu beachten. Ergibt sich aus einer teleologischen Betrachtung, dass die Annahme einer Genehmigungspflicht geboten ist, so kann es zu einer Unterstellung kommen, selbst wenn eines oder mehrere der Tatbestandsmerkmale nicht vorliegen.<sup>605</sup>

---

<sup>602</sup> Erläuterungsbericht KAG 2003 41; Botschaft KAG 2005 6416.

<sup>603</sup> Art. 7 Abs. 1 KAG.

<sup>604</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 78; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 32.

<sup>605</sup> Dies gilt insb. dann, wenn das entsprechende Vehikel aus Anlegersicht trotz des Fehlens eines oder mehrerer Tatbestandsmerkmale das typische Risikoprofil einer kollektiven Kapitalanlage aufweist, vgl. JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 78.



# § 11 Vermögen

## 1. Allgemeine Begriffsklärung

Eine kollektive Kapitalanlage setzt sich aus einem Vermögen zusammen.<sup>606</sup> 246  
Der Begriff «Fonds» hat seinen Ursprung im lateinischen Begriff *faenus* (teils auch *fenus* oder *foenus*), welcher regelmässig mit Geld bzw. Vermögen übersetzt wird.<sup>607</sup> Dieser Begriff fand auch in die französische, und etwas später in die englische Sprache Eingang. Das französische Wort *fonds* bzw. der englische Ausdruck *fund* bezeichnet ein «zur Erzielung von Einnahmen einzusetzendes, verfügbares Vermögen» i.S.v. Kapital.<sup>608</sup>

In der Lehre und der Rechtsprechung wurde unter dem AFG anstelle des Vermögensbegriffs noch der Begriff des «Sondervermögens» verwendet.<sup>609</sup> Um nun jedoch sämtliche kollektiven Kapitalanlagen zu erfassen, wurde der Begriff des auf die vertraglichen Anlagefonds zugeschnittenen Sondervermögens neu in «Vermögen» umgeändert.<sup>610</sup> 247

## 2. Vermögensbegriff i.S. des KAG

Allgemein kann der Begriff des Vermögens mit einer «Gesamtheit von Geld und geldwerten Sachen und Rechten» umschrieben werden, die sich zur Vermögensanlage durch die Anleger eignen.<sup>611</sup> Das Vermögen stellt in diesem Sinne eine Rechtsgesamtheit dar,<sup>612</sup> und darf *nur* der Kapitalanlage dienen.<sup>613</sup> 248  
Wird das Vermögen für einen anderen Hauptzweck als den der kollektiven Ka-

---

<sup>606</sup> Vgl. zu diesem Tatbestandsmerkmal BAIER N 110 f.; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 80 ff.; KÜHNE, Praxis § 2 N 125 ff.; BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 7 N 11; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 51 ff.; SCHÖNFELD N 90 ff.

<sup>607</sup> ZETZSCHE, Prinzipien 86.

<sup>608</sup> ZETZSCHE, Prinzipien 86.

<sup>609</sup> Botschaft KAG 2005 6417; BGE 110 II 86; KÜHNE, Praxis § 2 N 126 m.w.H. Vgl. dazu vertiefend SCHÄREN, Unterstellungsfragen 52 f.

<sup>610</sup> Botschaft KAG 2005 6417.

<sup>611</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 81; KÜHNE, Praxis § 2 N 125; BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 7 N 11; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 52. Vgl. zum Vermögensbegriff auch BRAND, § 6 N 61 ff.; SCHÖNFELD N 90 ff.

<sup>612</sup> Das Vermögen bildet insofern eine Einheit, als es ein und demselben Rechtssubjekt zusteht, vgl. SCHÄREN, Unterstellungsfragen 51.

<sup>613</sup> SCHÖNFELD N 92.

pitalanlage verwendet, scheidet eine Unterstellung unter das KAG aus.<sup>614</sup> Eine Eignung des Vermögens zur Kapitalanlage erfordert, dass das Vermögen einen Geldwert hat, ein Markt sowie ein Marktpreis besteht, und eine rechtliche Verkehrsfähigkeit des Vermögens besteht.<sup>615</sup> Als Vermögensbestand kommen damit nur Objekte infrage, die auch verwertbar sind. Beispiele hierfür sind etwa Bankguthaben aller Art, Edelmetalle oder Immobilien.

- 249 Immaterielle Werte wie z.B. «Good-Will» sind wirtschaftlich nicht als solche marktgängig bzw. verwertbar.<sup>616</sup> Als Vermögen i.S.v. Art. 7 Abs. 1 stehen jedoch beispielsweise Wertpapiere und nicht verurkundete Rechte mit gleicher Funktion (Wertrechte), die an einer Börse oder an einem anderen geregelten, dem Publikum offenstehenden Markt gehandelt werden zur Auswahl. In Frage kommen auch Derivate (börsliche und ausserbörsliche, sog. «OTC-Derivate»),<sup>617</sup> Anteile an anderen kollektiven Kapitalanlagen,<sup>618</sup> Geldmarktinstrumente<sup>619</sup> oder Guthaben auf Sicht und auf Zeit.<sup>620</sup> Für die aufgebrachten Vermögenswerte gilt grundsätzlich das Surrogationsprinzip. Werden also die von den Anlegern aufgebrachten Vermögenswerte von der kollektiven Kapitalanlage veräussert und dafür andere erworben, fallen die Ersatzanschaffungen für die veräusserten Vermögenswerte in dieselbe Vermögensmasse, aus der die Veräusserung bewerkstelligt wurde.<sup>621</sup>

### 3. Abgrenzung zu Fremdkapitalinstrumenten

- 250 In der Lehre wurde bisweilen vereinzelt eine Abgrenzung des Kollektivanlagevermögens von Fremdkapitalinstrumenten vorgenommen. Eine solche Abgrenzung scheint insofern angezeigt, als eine Beteiligung an einer kollektiven Kapitalanlage grundsätzlich eine Beteiligung am Eigenkapital des Trägersubjektes darstellt.<sup>622</sup> Da es sich bei Anteilen am Kollektivvermögen um eine «Beteiligung» handelt, scheiden jene Vermögen aus, die in der Bilanz des Träger-

---

<sup>614</sup> Das Vermögen bildet insofern ein *Zweckvermögen* vgl. SCHÄREN, Unterstellungsfragen 54.

<sup>615</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 55.

<sup>616</sup> BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 7 N 11.

<sup>617</sup> Art. 70 Abs. 1 lit. b i.V.m. 72 KKV.

<sup>618</sup> Art. 70 Abs. 1 lit. c i.V.m. 74 KKV.

<sup>619</sup> Art. 70 Abs. 1 lit. d i.V.m. 74 KKV.

<sup>620</sup> Art. 70 Abs. 1 lit. e KKV; KÜHNE, Praxis § 2 N 125; BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 7 N 11.

<sup>621</sup> KÜHNE, Praxis § 2 N 127; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 52.

<sup>622</sup> Abgeleitet wird dies aus Art. 11 KAG, wonach Anteile Forderungen gegen die Fondsleitung auf Beteiligung am Vermögen und Ertrag des Anlagefonds oder Beteiligung an der Gesellschaft darstellen, vgl. SCHÄREN, Unterstellungsfragen 58.

subjektes die Funktion von Fremdkapital aufweisen.<sup>623</sup> Daher sind alle Fremdkapitalinstrumente dem KAG nicht unterstellt, selbst wenn sie eine Mehrheit von Anlegern einbeziehen und daher «kollektiver Natur» sind.<sup>624</sup> Als Vermögen i.S.v. Art. 7 Abs. 1 sind daher etwa Schuldverschreibungen wie Anleiheobligationen, Exchange Traded Commodities (ETCs) und Exchange Traded Notes (ETNs) ausgeschlossen.<sup>625</sup>

---

<sup>623</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 58 m.w.H.

<sup>624</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 59 m.w.H.

<sup>625</sup> Dasselbe gilt für Publikumseinlagen, die dem BankG unterstehen sowie für strukturierte Produkte. Bei Letzteren handelt es sich grundsätzlich um eine Forderung gegenüber dem Emittenten, vgl. zum Ganzen SCHÄREN, Unterstellungsfragen 59.





## § 12 Gemeinschaftlichkeit

Nach dem Wortlaut von Art. 7 Abs. 1 muss das Vermögen einer Kapitalanlage von den Anlegern zur *gemeinschaftlichen* Kapitalanlage aufgebracht werden.<sup>626</sup> 251

Damit wird zum Ausdruck gebracht, dass sich die kollektive Kapitalanlage durch mehrere Anleger auszeichnet, die individuell ihr Vermögen in einem «pot commun» zusammenlegen und das gesamte Vermögen einheitlich verwalten lassen.<sup>627</sup> Dem liegt das Verständnis zugrunde, dass nicht der Vertragsschluss, sondern die darauffolgende Anlage des gemeinsam aufgetragenen Kapitals im eigentlichen Sinne *kollektiv* erfolgt.<sup>628</sup> 252

### 1. Konzeptionelle Ausgangslage

Das Kriterium der Gemeinschaftlichkeit hat seinen Ursprung darin, dass die professionelle Vermögensverwaltung mit hohen Kosten verbunden ist und damit grundsätzlich nur vermögenden Kunden zugänglich ist. Hinzu kommt, dass ein Kleinanleger ein besonderes Interesse daran hat, das Risiko seiner Anlage und die Gewinnchance in ein ausgewogenes Verhältnis zu bringen und daher möglichst diversifiziert anlegen möchte.<sup>629</sup> Eine Streuung der Anlage kann insb. dadurch erreicht werden, indem das Risiko der relevanten Vermögenswerte reduziert wird. Dazu wird eine Vielzahl von Einzelanlagen getätigt. Damit kann nach Anlagekategorien (z.B. Obligationen, Aktien oder Edelmetallen) und nach Branchen und Gesellschaften differenziert werden. Auf diesem Wege können ungewollte Kursbewegungen bestimmter Segmente minimiert werden.<sup>630</sup> 253

Erforderlich ist hierfür jedoch ein entsprechend grosses Kapital, welches ein einzelner Anleger – zumindest aus einer historischen Perspektive – häufig nicht aufbringen konnte. Darüber hinaus sind die Transaktionskosten einer Einzelanlage im Verhältnis zu einem möglichen Anlageerfolg hoch. An diese 254

---

<sup>626</sup> Vgl. zum Kriterium der Gemeinschaftlichkeit BRAND, § 6 N 79 ff.; JUTZI/SCHÄREN, Kollektiv-anlagenrecht § 4 N 90 ff.; KÜHNE, Praxis § 2 N 136 ff.; HEBERLEIN, 23 ff.; BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 7 N 19 ff.; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 105 ff.; SCHÖNFELD N 97 ff.; ZETZSCHE, Prinzipien 80 ff.

<sup>627</sup> Erläuterungsbericht KAG 2003 103; Botschaft KAG 2005 6417.

<sup>628</sup> Botschaft KAG 2005 6417.

<sup>629</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 105.

<sup>630</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektiv-anlagenrecht § 1 N 6 ff.; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 105.

Ausgangslage knüpfte die Idee, individuell aufgebraachte Gelder *zusammenzulegen* («Pooling») und auf diese Weise ein grösseres Anlagevolumen zugunsten maximaler Skaleneffekte zu erzeugen.<sup>631</sup> Das Element der Kollektivität eröffnet damit sämtlichen Anlegern (inkl. Kleinstanlegern) den Zugang zu einer sachgemässen Risikodiversifikation, die bei einer individuellen Vermögensanlage meistens nicht besteht.<sup>632</sup>

- 255 Heute ist das kollektive Element in allen Rechtsordnungen und Sprachen eine notwendige Voraussetzung für kollektive Kapitalanlagen. Auch das harmonisierte europäische Kollektivanlagenrecht kennt zwei Fondstypen (UCITS und AIF), die sich jeweils durch Gemeinschaftlichkeit auszeichnen. UCITS investieren namentlich «beim Publikum» beschaffte Gelder, während AIF «von einer Anzahl von Anlegern» Kapital einsammeln, um es gem. einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren.<sup>633</sup> Der EuGH umschrieb «Anlagefonds» als Vehikel, die ihre Anlagen im eigenen Namen und für eigene Rechnung verwalten, während der einzelne Anleger einen oder mehrere Anteile an dem Fonds, nicht aber die Anlagen des Fonds als solche besitzt.<sup>634</sup> Nach englischem Recht liegt ein «Collective Investment Scheme» vor, wenn Einzahlungen und Erträge rechtlich zusammengefasst («pooled») sind oder das Vermögen als Gesamtheit verwaltet wird («managed as a whole»)<sup>635,636</sup>.

## 2. Allgemeine Begriffsabgrenzung

- 256 Das Tatbestandsmerkmal der Gemeinschaftlichkeit lässt sich systematisch am besten anhand einer Negativformulierung umschreiben. Der Gegenbegriff der kollektiven Kapitalanlage ist namentlich die individuelle Vermögensanlage z.B. in Form der Direktanlage als Aktionär oder mittelbar durch einen (einfachen) Vermögensverwalter.<sup>637</sup> Während bei einer Individualanlage durch einen eigenen Vermögensverwalter das Vermögen eines Einzelnen verwaltet wird, bezieht sich die kollektive Kapitalanlage auf einen *gemeinschaftlichen Zusammenschluss* mehrerer Beteiligter in gesammelter, angehäufte Form. Während

---

<sup>631</sup> Vgl. hierzu statt vieler ZETZSCHE, Prinzipien 14 ff.

<sup>632</sup> BRAND, § 6 N 79.

<sup>633</sup> Vgl. Art. 1 Abs. 2 lit. a UCITSD für UCITS sowie Art. 4 Abs. 1 lit. a Ziff. 1 AIFM-RL für AIF.

<sup>634</sup> EuGH-Urteil vom 19.07.2012, C-44/11 N 33.

<sup>635</sup> Section 235 (3), Financial Services and Markets Act 2000.

<sup>636</sup> Vgl. zur Rechtslage in den USA ZETZSCHE, Prinzipien 83 f.

<sup>637</sup> Vgl. zum einfachen Vermögensverwalter Art. 17 FINIG ff.

also die Beziehungen zwischen Investor und Verwalter bei der individuellen (mittelbaren) Vermögensanlage eine rein zweiseitige Prägung aufweist, tritt bei der kollektiven Kapitalanlage durch die Vielzahl der Anleger eine Interessenpluralität auf, die es verunmöglicht, die Individualinteressen eines jeden Beteiligten zu berücksichtigen.<sup>638</sup>

Der Ausdruck «gemeinschaftlich» darf jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass – obschon eine Mehrheit von Anlegern zur Äufnung des Fondsvermögens beigetragen hat – die Anleger nicht gemeinsam zu handeln oder sich gar zu kennen brauchen.<sup>639</sup> Historisch, d.h. in Bezug auf die AFG-Rechtslage betrachtet, bildeten die Anleger rechtlich keine Gemeinschaft, da es an der «*affectio societatis*» fehlte.<sup>640</sup> SCHÄREN weist in diesem Zusammenhang zurecht auf die mangelnde Aktualität dieser Begründung hin, da seit dem Inkrafttreten des KAG auch körperschaftlich organisierte Vehikel dem KAG unterstellt sind und die Anleger bei diesen Vehikeln zugleich Gesellschafter seien und eine *affectio societatis* bilden.<sup>641</sup>

257

In erster Linie partizipieren die Anleger an der kollektiven Kapitalanlage allerdings deshalb, um «von der gemeinschaftlichen Form der Vermögensverwaltung zu profitieren», nicht aber um sich mit anderen Personen zu einer Gemeinschaft zu verbinden.<sup>642,643</sup> Generell gilt jedoch, dass die Frage, in welchem Verhältnis die Anleger untereinander stehen, für die Frage der Unterstellung unter das KAG belanglos ist.<sup>644</sup>

258

<sup>638</sup> ZETZSCHE, Prinzipien 80. Eine Ausnahme hierzu bildet der Einanlegerfonds, der an späterer Stelle betrachtet wird, vgl. unten, [N 265](#).

<sup>639</sup> BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 7 N 22.

<sup>640</sup> Vgl. dazu bereits die Botschaft AFG 1965 273; HEBERLEIN, 23.

<sup>641</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 112; vgl. dazu auch PREINER 59 f.

<sup>642</sup> BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 7 N 22.

<sup>643</sup> Trotz der mangelnden «Gemeinschaft» unter den Anlegern sieht der Gesetzgeber in Art. 86 KAG das Recht der Anleger vor, gerichtlich die Ernennung eines *Vertreters der Anlegergemeinschaft* zu verlangen, wenn Ansprüche auf Leistung an die kollektive Kapitalanlage glaubhaft gemacht werden. Allerdings will der Gesetzgeber auch hier unter den Anlegern keine Gemeinschaft i.S. des Gesellschaftsrechts bilden, vgl. dazu BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 7 N 22.

<sup>644</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 91; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 111.

### 3. Gemeinschaftlichkeit nach Bundesgericht

- 259 Das Bundesgericht charakterisierte das Kriterium der Gemeinschaftlichkeit, indem die Fondsleitung bei einer gemeinschaftlichen Anlage «nicht in der Lage ist, die einzelnen Guthaben der Anlegerinnen und Anleger unter Hinweis auf die konkrete Verwendung und den genauen Bestand ihres Vermögens zu individualisieren, sondern sich auf eine allgemeine Auskunft beschränken muss».<sup>645</sup>
- 260 Damit bringt das höchste Gericht zum Ausdruck, dass die Kollektivanlage sich von der individuellen Vermögensverwaltung in erster Linie durch die *fehlende Individualisierung der Einlagen* unterscheidet. Wenn also ein Vermögensverwalter aufgrund von «Standardverträgen» die Guthaben einer Vielzahl von Kunden verwaltet, deren Einlagen jedoch weiterhin individualisiert werden können, ist keine kollektive Kapitalanlage anzunehmen. Dies gilt auch dann, wenn die Kundenportfolios gleich zusammengesetzt sind.<sup>646</sup>
- 261 Durch das Kriterium der fehlenden Individualisierbarkeit können kollektive Kapitalanlagen zudem von Treuhandverhältnissen abgegrenzt werden, da dort ein Treuhänder mit jedem Treugeber einen individuellen Mandatsvertrag abschliesst und das Vermögen des Treugebers speziell nach dessen Weisungen angelegt wird.<sup>647</sup>

### 4. Mindestzahl der Anleger

- 262 Die Expertenkommission zum Entwurf des KAG hat darauf verzichtet, auf Gesetzesstufe eine Mindestzahl von Anlegern für sämtliche Formen der kollektiven Kapitalanlage festzulegen.<sup>648</sup> Vielmehr sollte der Bundesrat dazu ermächtigt werden, die Mindestanzahl Anleger je nach Rechtsform und Adressatenkreis zu bestimmen. Diese Ermächtigung wurde in Art. 7 Abs. 3 KAG aufgenommen.
- 263 Dieses Konzept hat der Bundesrat im Rahmen von Art. 5 Abs. 1 KKV wahrgenommen, wonach als kollektive Kapitalanlagen unabhängig von ihrer Rechtsform, Vermögen gelten, die *von mindestens zwei voneinander unabhängigen*

---

<sup>645</sup> BGE 116b Ib 73.

<sup>646</sup> Vgl. dazu JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 90; BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 7 N 19; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 106.

<sup>647</sup> Vgl. dazu HEBERLEIN, 23.

<sup>648</sup> Vgl. dazu Erläuterungsbericht KAG 2003 42.

Anlegern zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage aufgebracht und fremdverwaltet werden. Dabei gelten Anleger dann als voneinander unabhängig, wenn sie rechtlich und tatsächlich voneinander unabhängig verwaltete Vermögen aufbringen.<sup>649</sup>

Daraus wird ersichtlich, dass eine Beurteilung über die Frage, wann Anleger als voneinander unabhängig einzustufen sind, eine individuell konkrete Betrachtung fordert. Eine tatsächliche und rechtliche Unabhängigkeit darf namentlich dann als gegeben betrachtet werden, wenn es sich um Stiftungen (einschliesslich Pensionskassen) handelt, da sie jeweils kraft Gesetzes einem unterschiedlichen Vermögen gewidmet sind.<sup>650</sup> Unabhängigkeit dürfte jedenfalls dann nicht gegeben sein, wenn Anleger als nahestehende Personen analog zu Art. 63 Abs. 2 KAG zu qualifizieren sind. Erfasst sind also alle natürlichen oder juristischen Personen, die aufgrund ihrer wirtschaftlichen, familiären oder rechtlichen Verbindung bzw. Bezugsnähe potenziell mittelbar oder unmittelbar einen massgeblichen Einfluss auf die Willensbildung der Bewilligungsträger nehmen können.<sup>651</sup>

264

## 5. Ausnahmen von der Gemeinschaftlichkeitsvoraussetzung

Unter bestimmten Bedingungen lässt das KAG explizit Konstellationen zu, die nicht gemeinschaftlich im soeben beschriebenen Sinne sind. Namentlich können unter bestimmten Voraussetzungen sog. Einanlegerfonds mit nur einem einzigen Anleger zugelassen werden. Hierfür ist erforderlich, dass es sich bei dem Anleger um einen qualifizierten Anleger i.S.v. Art. 10 Abs. 3 i.V.m. Art. 4 Abs. 3 lit. b, e und f FIDLEG handelt (Art. 7 Abs. 3).<sup>652</sup> Konkret (und abschliessend) erfasst sind also Versicherungsunternehmen, öffentlich-rechtliche Körperschaften mit professioneller Tresorerie sowie Vorsorgeeinrichtungen und Einrichtungen, die nach ihrem Zweck der beruflichen Vorsorge dienen (mit professioneller Tresorerie). Bei den besagten Instituten handelt es sich um

265

<sup>649</sup> Art. 5 Abs. 2 KKV.

<sup>650</sup> BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 7 N 21.

<sup>651</sup> BRAND, § 6 N 87. Vgl. zum Kriterium der Gemeinschaftlichkeit im Bereich der kollektiven Immobilienanlagen unter Familienmitgliedern BRAND, § 6 N 88 ff.

<sup>652</sup> Art. 7 Abs. 3 KAG. Bei Einanlegerfonds kann die Fondsleitung und die SICAV die Anlageentscheide an einen einzigen Anleger delegieren. Die FINMA kann Einanlegerfonds sodann von der Pflicht befreien, sich einer anerkannten Aufsicht nach zu unterstellen, vgl. Art. 7 Abs. 4 KAG, vgl. auch JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 99; KÜHNE, Praxis § 2 N 141.

professionelle Anleger, welche indirekt eine Vielzahl von Endbegünstigten (sog. Destinären) vertreten. Hieraus wird ersichtlich, dass das Kriterium der Gemeinschaftlichkeit nicht in formeller, sondern in materieller Hinsicht erfüllt sein muss.<sup>653</sup>

- 266 Neben der gesetzlich explizit zugelassenen Ausnahme i.S. des Einanlegerfonds existierten in der Praxis gesetzlich nicht geregelte Ausnahmen vom Prinzip der Gemeinschaftlichkeit.<sup>654</sup>

---

<sup>653</sup> Die Praxis basierte anfänglich auf der sog. Destinatärstheorie, aufgrund welcher anerkannt war, dass kollektive Kapitalanlagen mit formal nur einem einzigen Anleger bewilligungsfähig sind, sofern diese ökonomisch eine Vielzahl von Endbegünstigten umfassen, vgl. dazu BRAND, § 6 N 85; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 96; KÜHNE, Praxis § 2 N 141; SCHÖNFELD N 101; BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 7 N 29.

<sup>654</sup> Ein Beispiel hierfür war die im Oktober 2008 als Teil eines Massnahmenpakets zur Stabilisierung der UBS und damit zur Stärkung des Schweizer Finanzsystems gegründeten StabFund-KmGK. Diese übernahm in den darauffolgenden Monaten von der UBS illiquide Vermögenswerte im Umfang von 38,7 Mrd. US-Dollar. Die von der StabFund-KmGK übernommenen Aktiven und Eventualverbindlichkeiten wurden mit einem Darlehen der Nationalbank in der Höhe von 25,8 Mrd. US-Dollar finanziert. Zudem steuerte die UBS 3,9 Mrd. US-Dollar bei, vgl. SNB-Medienmitteilung vom 8. November 2013, abrufbar unter <[https://www.snb.ch/de/mmr/reference/pre\\_20131108/source/pre\\_20131108.de.pdf](https://www.snb.ch/de/mmr/reference/pre_20131108/source/pre_20131108.de.pdf)> (abgerufen am 18. Mai 2021). Zur Unvereinbarkeit dieser KmGK mit Art. 5 Abs. 3 aKKV vgl. SCHÄREN, Unterstellungsfragen 110; SCHÖNFELD N 102.

## § 13 Kapitalanlage

### 1. Einführende Begriffsklärung

Unter den Begriff der (kollektiven) Kapitalanlage wird allgemein eine spezifische Form der «Vermögensakkumulation, -bindung und -bündelung» verstanden.<sup>655</sup> Der Begriff der Kapitalanlage umfasst sowohl den eigentlichen Vorgang der Kapitalanlage, d.h. den Kapitalanlageprozess, wie auch den Gegenstand und den Zustand der Anlage.<sup>656</sup> 267

Die Termini «Anlage», «Investment» oder «Investition» kennzeichnen grundsätzlich den Einsatz von Anlagegegenständen zur geplanten Erzielung von Einnahmen für eine bestimmte Dauer durch Teilnahme an einer zukünftigen Wertentwicklung.<sup>657</sup> Dabei ist der Anlagebegriff vom Begriff des Sparens abzugrenzen. Das Sparen bezieht sich auf den Verzicht vom Konsum eines Teils des erzielten Einkommens, während eine Anlage die Auswahl der Anlagegegenstände bezeichnet, in denen ein gespartes Kapital künftig gehalten und vermehrt werden soll.<sup>658</sup> Die Anleger einer Kapitalanlage bringen das Vermögen somit mit der Absicht auf, es zur Erhaltung *und* der Vermehrung zu verwenden.<sup>659</sup> 268

### 2. Funktion des Kapitalanlagebegriffs

Der Begriff der Kapitalanlage wird in der Praxis insb. herangezogen, um kollektive Kapitalanlagen von anderen, auf Anlage ausgerichteten mehrseitigen Vertragsbeziehungen und sonstigen Personenmehrheiten abzugrenzen.<sup>660</sup> Er 269

---

<sup>655</sup> ZETZSCHE, Prinzipien 57.

<sup>656</sup> BRAND, § 6 N 71; KÜHNE, Praxis § 2 N 134.

<sup>657</sup> ZETZSCHE, Prinzipien 70.

<sup>658</sup> ZETZSCHE, Prinzipien 59. Für eine eingehende begriffstheoretische Eingrenzung des Begriffs der Kapitalanlage und dessen Verhältnis zum Begriff des «Investments» vgl. ZETZSCHE, Prinzipien 59 ff.

<sup>659</sup> KÜHNE, Praxis § 2 N 135.

<sup>660</sup> ZETZSCHE, Prinzipien 57.

dient also insb. dazu, die Anlagetätigkeit von rein unternehmerischen Tätigkeiten bestimmter Wirtschaftsorganisationen (z.B. unternehmerische Aktiengesellschaften, Stiftungen oder Banken) zu unterscheiden.<sup>661,662</sup>

- 270 Sowohl die Expertenkommission zum Erlass des KAG wie auch der Bundesrat sprechen dem Begriffsmerkmal der Kapitalanlage eine «zentrale» Bedeutung für das KAG zu.<sup>663</sup> Dies darf u.E. jedoch nicht dahingehend interpretiert werden, dass dem Kapitalanlagenbegriff im Unterschied zu den anderen Tatbestandsmerkmalen von Art. 7 aus systematischer Sicht eine erhöhte begriffsbestimmende Signifikanz bei der Definition einer kollektiven Kapitalanlage zukommt. Vielmehr ist davon auszugehen, dass das Merkmal der Kapitalanlage vor dem Hintergrund der Abgrenzung zu anderen unternehmerischen Tätigkeiten von besonderer Praxisrelevanz und deshalb «zentral» ist.

### 3. Definition durch das Bundesgericht

- 271 Für die Umschreibung des Begriffs der Kapitalanlage greifen die Materialien zum KAG sowie die h.L. noch heute auf eine Formulierung des Bundesgerichts zurück, welche im Jahr 1990 unter dem AFG erging.<sup>664</sup> Das Bundesgericht beschrieb den Begriff der Kapitalanlage folgendermassen:
- 272 «La notion de placement en capital recouvre l'utilisation, planifiée à long terme, de moyens financiers afin d'obtenir un rendement et/ou une augmentation de valeur ou, pour le moins, une conservation de substance des sommes investies.»<sup>665</sup>

---

<sup>661</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 85.

<sup>662</sup> Mit einer Kapitalanlage wird grundsätzlich auch nicht die Finanzierung eines Unternehmens angestrebt. Dies, zumal eine Kapitalanlage in erster Linie auf die Bedürfnisse der Anleger und nicht auf diejenigen eines finanzierten Unternehmens ausgerichtet ist. Dennoch kommen Investitionen in eine Kapitalanlage häufig einer indirekten Finanzierung von Unternehmen gleich, vgl. dazu KÜHNE, Praxis § 2 N 135.

<sup>663</sup> Erläuterungsbericht KAG 2003 42; Botschaft KAG 2005 6417.

<sup>664</sup> Vgl. Erläuterungsbericht KAG 2003 42; Botschaft KAG 2005 6417; BRAND, § 6 N 71; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 85; KÜHNE, Praxis § 2 N 134; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 69; BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 7 N 13.

<sup>665</sup> BGE 116b Ib 73 E. 2c.



Unter dem Begriff der Kapitalanlage versteht das Bundesgericht also jede aufgrund von identischen Verträgen getätigte Anlage zur Erzielung eines Ertrages oder eines Wertzuwachses oder zumindest zur Erhaltung der Vermögenssubstanz.<sup>666</sup> 273

#### 4. Dauer der Kapitalanlage

Die KAG-Gesetzesmaterialien folgern aus dieser Definition des Bundesgerichts, dass jede *längerfristig geplante Anlage* von Geldern zur Erzielung eines Ertrages oder eines Wertzuwachses oder wenigstens zur Erhaltung der Substanz als Kapitalanlage qualifiziert.<sup>667</sup> Dabei ist in der Lehre ungeklärt, ob und in welcher Form das Kriterium der Dauer, d.h. das Vorliegen einer längerfristig geplanten Anlage, für die Annahme einer kollektiven Kapitalanlage eine Rolle spielt. 274

Bestimmte Autoren heben hervor, dass anhand des Kriteriums der Dauerhaftigkeit die Anlage insb. vom Handel unterschieden werden könne, bei dem der Händler in der Regel nur in geringem Umfang bereit sei, das Risiko der Wertentwicklung auf sich zu nehmen.<sup>668</sup> Ein Händler werde Angebot und Nachfrage zeitnah zusammenbringen wollen, denn je kürzer die Zeitspanne, umso höher sei der relative Gewinn.<sup>669</sup> 275

Andere Autoren folgern demgegenüber, dass die Dauer einer Kapitalanlage – wenn überhaupt – nur eine untergeordnete Rolle spielen könne, zumal auch bloss kurzfristige, spekulative Investitionen vom Begriff einer Kapitalanlage miterfasst wären.<sup>670</sup> Vielmehr sei das Abstellen auf die Dauer einer geplanten Kapitalanlage aussichtslos, da es sich dabei um eine subjektive Tatsache handle, die von einer Behörde nicht im Einzelnen ergründet werden könne.<sup>671</sup> 276

Tatsächlich kam das Bundesgericht bereits in einem vorgehenden Entscheid aus dem Jahr 1972 zum Schluss, dass das Kriterium der Dauer zwar in anderen Rechtsgebieten wie dem bäuerlichen Bodenrecht ein relevantes Unterschei- 277

<sup>666</sup> BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 7 N 11, ähnlich JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 85 ff.

<sup>667</sup> Erläuterungsbericht KAG 2003 42; Botschaft KAG 2005 6417.

<sup>668</sup> Vgl. im Kontext des Deutschen Rechts ZETZSCHE, Prinzipien 70.

<sup>669</sup> ZETZSCHE, Prinzipien 70.

<sup>670</sup> Dahingehend SCHÄREN, Unterstellungsfragen 70 f.; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 87.

<sup>671</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 70 f.

dungskriterium sei, jedoch auf kollektive Kapitalanlagen keine Anwendung findet.<sup>672</sup> Das Bundesgericht bekräftigte dies sogar im besagten BGE 116b Ib 73 aus dem Jahr 1990, in dem es festhielt, dass das *Element der Dauer kein konstitutives Element* der Kapitalanlage sei.<sup>673</sup>

- 278 In Einklang mit dieser Praxis sowie der wohl h.L. ist u.E. im Ergebnis – entgegen den Gesetzesmaterialien – davon auszugehen, dass die Dauer der Anlage für den Begriff der Kapitalanlage i.S.v. Art. 7 Abs. 1 ohne Bedeutung ist, sondern vielmehr auch kurzfristige, spekulative Investitionen erfasst sein können.<sup>674</sup>

## 5. Kapitalanlage als Hauptzweck

- 279 Verfolgt ein vertragsrechtlich oder körperschaftlich organisiertes Vehikel explizit oder stillschweigend als Hauptzweck die kollektive Kapitalanlage, fällt es «per se» unter den Begriff der kollektiven Kapitalanlage.<sup>675</sup> Die Kapitalanlage darf also nicht nur eine akzessorische Nebentätigkeit darstellen bzw. untergeordneter Natur sein.<sup>676</sup> Dies wäre beispielsweise dann der Fall, wenn ein grundsätzlich operativ tätiges Unternehmen nebensächlich in Immobilien investiert oder im üblichen Rahmen ein Anlagegeschäft tätigt.<sup>677,678</sup>

---

<sup>672</sup> BGE 98 Ib 42, 47 E. 3; vgl. dazu eingehend BRAND, § 6 N 78; EMCH 76.

<sup>673</sup> «L'élément de durée d'un placement en capital fait donc ici défaut. Bien que cette circonstance de nature subjective ne modifie en rien les conditions d'un éventuel assujettissement à la loi sur les fonds de placement», vgl. BGE 116b Ib 73 E. 2c.

<sup>674</sup> BRAND, § 6 N 78; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 87; KÜHNE, Praxis § 2 N 134; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 71; BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 7 N 14. Differenzierend COURVOISIER/SCHMITZ 411; ZETZSCHE, Prinzipien 70.

<sup>675</sup> So BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 7 N 14.

<sup>676</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 88.

<sup>677</sup> Vgl. Erläuterungsbericht KAG 2003 40; Botschaft KAG 2005 6414; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 88.

<sup>678</sup> Vgl. dazu oben, [N 96 ff.](#)

## § 14 Verwaltung auf Rechnung der Anleger (Fremdverwaltung)

### 1. Allgemeine Vorbemerkungen

Die Verwaltung des von den Anlegern aufgebrachten Vermögens wird bei kollektiven Kapitalanlagen stets an Drittpersonen übertragen.<sup>679</sup> Diese Drittpersonen entscheiden sodann – zumindest dem Grundsatz nach – eigenverantwortlich über Kauf und Verkauf der Anlagen, wobei sie an Gesetz, Fondsreglement, Gesellschaftsvertrag oder Statuten gebunden sind und ausschliesslich die Interessen der Anleger verfolgen.<sup>680</sup> 280

Dieses sog. *Prinzip der Fremdverwaltung* beschreibt, dass unabhängig von der Rechtsform der kollektiven Kapitalanlage Fondsanteilsinhaber, Aktionäre oder Gesellschafter ihr Kapital zwecks Finanzanlage in den «pot commun» einbringen,<sup>681</sup> und dieser von der Fondsleitung oder den Organen der Gesellschaft (SICAV, KmGK oder SICAF) fremdverwaltet wird, wobei Anleger nicht auf die Anlagepolitik Einfluss nehmen können.<sup>682</sup> Dies zieht die praktische Konsequenz mit sich, dass die Gesuchsteller vor der Lancierung einer kollektiven Kapitalanlage nachweisen müssen, dass die Anforderung der Verwaltung durch Dritte eingehalten wird und die Anleger unter keinen Umständen in die Anlageentscheidungen eingreifen können.<sup>683</sup> 281

Unter dem AFG-Regime konnte von einer Fremdverwaltung nur dann ausgegangen werden, wenn die Fondsleitung die Kompetenz hatte, *selbstständige* Anlageentscheide zu fällen.<sup>684</sup> Dies ergab sich aus der AFV, welche festhielt, dass die Fondsleitung einen Anlagefonds verwaltet, wenn sie «selbstständig über die Anlagen entscheiden kann».<sup>685</sup> Eine dahingehende Umschreibung des 282

---

<sup>679</sup> Botschaft KAG 2005 6418; KÜHNE, Praxis § 2 N 142.

<sup>680</sup> Botschaft KAG 2005 6418.

<sup>681</sup> Vgl. zum Begriff der Gemeinschaftlichkeit oben, [N 251 ff.](#)

<sup>682</sup> Botschaft KAG 2005 6418. Im Gegensatz zur Expertengruppe zum Erlass des KAG (vgl. dazu unten, [N 308](#)) hält der Bundesrat in seiner Umschreibung fest, dass auch bei gesellschaftsrechtlich organisierten Formen von kollektiven Kapitalanlagen von Fremd- und nicht von Selbstverwaltung auszugehen ist, vgl. dazu kritisch SCHÄREN, Unterstellungsfragen 123.

<sup>683</sup> FINMA-Mitteilung 16/2010 4.

<sup>684</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 113.

<sup>685</sup> Art. 2 Abs. 1 AFG i.V.m. Art. 1 AFV.

Fremdverwaltungskriteriums wurde jedoch nicht in das KAG oder die KKV übernommen. Darüber hinaus haben sich in der Praxis seit Inkrafttreten des AFG kollektive Kapitalanlagen bzw. den kollektiven Kapitalanlagen ähnliche Finanzprodukte entwickelt, die keine aktive, sondern eine *passive Verwaltung* aufweisen (z.B. ETFs).<sup>686</sup> Weiter unten wird dementsprechend geklärt werden müssen, welches Verständnis des aktiven Fremdverwaltungsbegriffes dem KAG-Regime zu Grunde liegt, respektive welche Anforderungen an das Kriterium der aktiven Fremdverwaltung unter der geltenden Rechtslage zu stellen sind.<sup>687</sup>

## 2. Begriff der Fremdverwaltung

- 283 Der Begriff der Fremdverwaltung im Kollektivanlagenrecht beschreibt die Situation, in der ein Anleger sein Vermögen einem Verwalter anvertraut, ohne anschliessend auf die Anlagepolitik Einfluss nehmen zu können. In diesem Sinne bildet das Prinzip der Fremdverwaltung das eigentliche Kernelement des Begriffs der kollektiven Kapitalanlage und die Basis für den Anlegerschutzgedanken als Zweck des Kollektivanlagenrechts. Damit geht im Gegensatz einher, dass sich ein besonderer Anlegerschutz dann nicht rechtfertigt, wenn eine Fremdverwaltung fehlt.<sup>688</sup> In diesem Sinne kommt dem Fremdverwaltungsmerkmal eine zentrale Abgrenzungsfunktion hinsichtlich der Unterstellung eines Vehikels unter das KAG zu.<sup>689</sup>
- 284 Beim vertraglichen Anlagefonds hat das Bundesgericht festgelegt, dass es sich hinsichtlich Anlagevermögen um ein quasi fiduziarisches Eigentum der Anleger handelt<sup>690</sup> und die Rechtszuständigkeit der Fondsleitung damit der Rechtsstellung eines Treuhänders gleicht. Zurecht verweisen manche Autoren in diesem Zusammenhang darauf, dass gesellschaftsrechtlich zusammengesetzte kollektive Kapitalanlagen das Anlagevermögen im Gegensatz zu einer Fondsleitung auf *eigene Rechnung* verwalten.<sup>691</sup> Deshalb sei in der Integration gesellschaftsrechtlicher Vehikel in das KAG eine mangelhafte Berücksichtigung des Fremdverwaltungskriteriums zu sehen.<sup>692</sup> Dies, zumal das «Festhal-

---

<sup>686</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 113.

<sup>687</sup> Vgl. dazu unten, [N 306 ff.](#)

<sup>688</sup> JUTZI/MÜLLER 432; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 120; KÜHNE, Praxis § 2 N 145.

<sup>689</sup> EMCH 101 ff.; KÜHNE, Praxis § 2 N 145.

<sup>690</sup> BGE 110 II 74, 86, E. 2a.

<sup>691</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 122.

<sup>692</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 122.

ten am Wortlaut der Legaldefinition des Anlagefonds i.S.v. Art. 2 Abs. 1 AFG» dem «universellen regulatorischen Ansatz» des KAG nicht gerecht wird.<sup>693</sup> Dieser Einwand erscheint zunächst insb. deshalb gerechtfertigt, da der Wortlaut der «Verwaltung für Rechnung der Anleger» i.S.v. Art. 7 Abs. 1 beinahe wörtlich aus der Legaldefinition des Anlagefonds (Art. 2 AFG) übernommen worden ist.

Die Umschreibung der Fremdverwaltung enthält zwei zentrale Elemente. Zum einen ist es der Begriff der «Verwaltung» (sachlicher Aspekt der Fremdverwaltung), zum andern das Element der «Verwaltung für fremde Rechnung» (persönlich-funktionaler Aspekt der Fremdverwaltung).<sup>694</sup> Bemerkenswerterweise gibt weder das KAG noch – wie noch aufzuzeigen sein wird – die bundesgerichtliche Rechtsprechung Aufschluss darüber, was unter diesen Begriffselementen zu verstehen ist.<sup>695</sup> 285

Nachfolgend sollen daher die Begriffe der «Verwaltung» und der «Fremdverwaltung» näher betrachtet werden. 286

## 2.1 Verwaltung

Das breite terminologische Anwendungsspektrum des Verwaltungsbegriffs lässt sich im weitesten Sinne mit der Fällung von Anlageentscheiden als kleinstem gemeinsamen Nenner umschreiben. Im Bereich der kollektiven Kapitalanlagen besteht das Fällen von Anlageentscheiden in der fortlaufenden Überwachung des Fondsvermögens durch die Verwalter, die bei Bedarf die notwendigen Umschichtungen im Fonds vornehmen. 287

Ein Ausblick auf das europäische kollektive Vermögensverwaltungsrecht zeigt, dass die AIFM-RL im Unterschied zu anderen europäischen Rechtsakten wie z.B. der MiFID II nicht definiert, was unter dem Begriff der Portfolioverwaltung zu fassen ist. Die Lehre versteht als das «Fällen von Anlageentscheiden» den Entschluss zum Kauf, zum Halten oder zum Verkauf von Anlagen.<sup>696</sup> Die Portfolioverwaltung i.S.d. AIFM-RL grenzt sich jedenfalls vom Begriff der Portfolioverwaltung i.S.d. MiFID II in mindestens zweifacher Hinsicht ab: Während es bei der Portfolioverwaltung i.S.d. MiFID II um die Verwaltung individueller Investmentportfolios auf der Basis von einzelnen Kundenaufträgen geht, verwaltet ein AIFM kollektive Portfolios, wobei der Ermessensspielraum, über den ein 288

<sup>693</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 122.

<sup>694</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 102; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 121.

<sup>695</sup> Vgl. dazu unten, [N 310](#).

<sup>696</sup> AIFMD-ZETZSCHE/ECKNER, 196.

AIFM beim Tätigen der Anlageentscheide verfügt, in den jeweiligen Gründungsdokumenten festgelegt wird.<sup>697</sup> Zudem ist die Portfolioverwaltung i.S.d. MiFID II auf die Verwaltung von Finanzinstrumenten beschränkt. Demgegenüber ist die Zulassung als AIFM nicht auf bestimmte Anlageklassen limitiert.<sup>698</sup>

- 289 SCHMID hat im Jahr 2013 eine vertiefte Untersuchung zu den rechtlichen Grundlagen der Vermögensverwaltung und der Bedeutung der Begriffe «Verwaltung» und «Vermögen» im schweizerischen Privatrecht vorgenommen. Unter Vermögensverwaltung konkludiert SCHMID «die Befugnis oder Pflicht, selbständig und unter Wahrung fremder Interessen den Geldwert der zu verwaltenden Vermögensgegenstände möglichst zu erhöhen bzw. Verluste möglichst zu minimieren».<sup>699</sup> Die privatrechtlich ausgelegten Erkenntnisse von SCHMID können freilich nicht *tel quel* auf die Verwaltung im Recht der kollektiven Kapitalanlagen übertragen werden. Dennoch bieten seine Analysen zu den Tatbestandselementen der *Erhaltung*, der *Mehrung* und der *zweckgemässen Verwendung* u.E. geeignete analoge Anwendungsopportunitäten.
- 290 Zunächst weist SCHMID in Einklang mit WIDMER, LÜSCHER und anderen Autoren darauf hin, dass unter der Erhaltung bzw. der Vermehrung des Vermögens nicht der Bestand der zu verwaltenden Vermögensgegenstände an sich gemeint ist, sondern die damit korrespondierenden wirtschaftlichen Werte, gemessen in Geld.<sup>700</sup> Konkret bedeutet dies, dass ein Verwalter grundsätzlich nicht dazu verpflichtet ist, die entsprechenden Rechtspositionen zu erhalten und zu vermehren, sondern vielmehr deren Geldwert. Deshalb muss er Wertschritten, denen ein (weiterer) Wertverlust droht, in der Regel veräussern.<sup>701</sup>
- 291 Während ein Teil der Lehre impliziert, dass der Verwalter einen Erfolg, namentlich die Erhaltung und Vermehrung des Werts der verwalteten Vermögensgegenstände herbeiführen muss, hält dem SCHMID u.E. zurecht entgegen, dass es selbst einem «tüchtigen Verwalter nicht immer gelingen wird, den Wert der verwalteten Vermögensgegenstände zu erhalten».<sup>702</sup> Ein Verwalter

---

<sup>697</sup> AIFMD- ZETZSCHE/ECKNER, 195.

<sup>698</sup> AIFMD- ZETZSCHE/ECKNER, 195.

<sup>699</sup> SCHMID, Vermögensverwaltung N 3.61.

<sup>700</sup> Vgl. LÜSCHER 76; SCHMID, Vermögensverwaltung N 3.41 m.w.H.; WIDMER 60.

<sup>701</sup> SCHMID, Vermögensverwaltung N 3.41; dahingehend auch ZETZSCHE, welcher den Begriff der «Substanzerhaltung» wählt, vgl. ZETZSCHE, Prinzipien 93.

<sup>702</sup> SCHMID, Vermögensverwaltung N 3.51 m.w.H.; so auch BRAND, § 6 N 91. SCHMID führt hier das Beispiel der Verwaltung von Liegenschaften während einer Zeit sinkender Immobilienpreise oder die Verwaltung von Aktien bei fallenden Börsenkursen an, vgl. SCHMID, Vermögensverwaltung N 3.51.

schuldet demgemäss nicht die Erhaltung und Vermehrung des Werts der verwalteten Vermögensgegenstände als Erfolg, sondern vielmehr «ein auf die Wertvermehrung und Verlustvermeidung ausgerichtetes Tätigwerden».<sup>703</sup> Diese Ansicht scheint deshalb gerechtfertigt, da selbst im Rahmen einer den Regeln der Kunst entsprechenden Vermögensverwaltung vorkommen kann, dass die Vermögenswerte aufgrund einer ungünstigen Marktlage an Wert verlieren.<sup>704</sup>

## 2.2 Verwaltung für die Rechnung der Anleger

Der Begriff der *Fremdverwaltung* kennzeichnet den Umstand, dass eine unabhängige Drittperson mit der Vermögensverwaltung betraut wird und die Anleger weder rechtlich noch wirtschaftlich dazu fähig sind, die Anlageentscheide zu beeinflussen.<sup>705</sup> Erforderlich ist demzufolge, dass die Anleger die Verwaltung an «eine von ihnen unabhängige Person oder Einheit» (z.B. eine Fondsleitung) delegieren, ohne rechtlich oder wirtschaftlich auf die Fällung der konkreten Anlageentscheide Einfluss nehmen zu können.<sup>706</sup> Die Verwaltung des Vermögens wird also dem Anleger durch die Zeichnung der Anteile an einer kollektiven Kapitalanlage entzogen,<sup>707</sup> und der Verwalter darf über die seiner Verwaltung unterliegenden Gegenstände nach Massgabe der Anlagebedingungen verfügen.<sup>708</sup> Bei einem vertraglichen Anlagefonds können die Anleger demgemäss weder die Fondsleitung ernennen oder abberufen noch dieser Weisungen erteilen.<sup>709</sup> Sie sind lediglich dazu berechtigt, von der Fondsleitung zu verlangen, dass diese die Bestimmungen des Fondsvertrages und des Gesetzes einhält.<sup>710</sup>

292

Indem die Fremdverwaltung immer für Rechnung der Anleger erfolgt, unterscheidet sich das «Fondssparen» vom Banksparen.<sup>711</sup> Zwar werden auch beim Banksparen die einbezahlten Mittel durch die Bank verwaltet, jedoch nicht für die Rechnung des Kunden, sondern für *eigene Rechnung*.<sup>712</sup> Dieser Umstand

293

<sup>703</sup> SCHMID, Vermögensverwaltung N 3.53.

<sup>704</sup> BRAND, § 6 N 91 (FN 308).

<sup>705</sup> Vgl. FINMA-Mitteilung 16/2010 4; BRAND, § 6 N 99.

<sup>706</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 102.

<sup>707</sup> KÜHNE, Praxis § 2 N 143.

<sup>708</sup> ZETZSCHE, Prinzipien 97.

<sup>709</sup> BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 7 N 26.

<sup>710</sup> BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 7 N 26.

<sup>711</sup> KÜHNE, Praxis § 2 N 144.

<sup>712</sup> Botschaft AFG 1965 280; KÜHNE, Praxis § 2 N 144.

äussert sich auch auf der Verlustebene: Beim Fondssparen bewirkt eine Abnahme des NIV des Fondsvermögens einen unmittelbaren Verlust für die Anleger. Erzielt eine Bank mit auf Sparkonten einbezahlten Geldmitteln etwa durch Kreditgewährung einen Verlust, so muss sie diesen selber tragen.<sup>713</sup> Das Konzept der *Fremdverwaltung* zeigt sich auch darin, dass die Sachen und Rechte, die zu einem Anlagefonds gehören, im Konkurs der Fondsleitung zugunsten der Anleger abgesondert werden.<sup>714</sup>

- 294 Das Handeln auf Rechnung der Anleger schliesst jedoch nicht aus, dass ein Verwalter am Anlageerfolg teil hat oder für seine Tätigkeit vergütet wird. Auch liegt Fremdverwaltung grundsätzlich vor, wenn der Verwalter einen Teil des verwalteten Vermögens selbst aufbringt, wie dies bei Fonds mit erheblichen Risiken üblich ist (Private-Equity- oder Hedge-Fonds).<sup>715</sup>

### 3. Rechtspraxis zum Fremdverwaltungskriterium

#### 3.1 BGer 2C\_571/2009

- 295 Unter dem KAG-Regime hatte sich das Bundesgericht erstmals im Jahr 2009 mit dem Kriterium der Fremdverwaltung auseinanderzusetzen.<sup>716</sup> Im konkreten Fall ging es – wie erwähnt – um die Frage der Unterstellung mehrerer Sachwert-Beteiligung Kommanditgesellschaften unter den Anwendungsbereich des KAG.<sup>717</sup> In der dritten Erwägung des besagten Urteils klärte das Bundesgericht, ob zwischen den in Frage stehenden Kommanditgesellschaften intern Gesellschafterrechte bestanden, die eine Einflussnahme auf die Geschäftsführung ermöglichten.<sup>718</sup>
- 296 Das Bundesgericht kam zum Schluss, dass die Kommanditäre über zwei Treunehmer an der Gesellschaft beteiligt waren. Dabei durften sich die Direktkommanditäre ins Handelsregister eintragen lassen. Die Treugeberkommanditäre beteiligten sich über die Treuhänder an der Kommanditgesellschaft, wobei die «Treuhandkommanditäre ihre Kommanditsumme regelmässig ihren Treu-

---

<sup>713</sup> KÜHNE, Praxis § 2 N 144.

<sup>714</sup> Art. 40 Abs. 1 FINIG i.V.m. Art. 22 und 35 KAKV-FINMA.

<sup>715</sup> ZETZSCHE, Prinzipien 98.

<sup>716</sup> Vgl. eingehend zur Doktrin und Rechtspraxis unter der aAFG sowie AFG Rechtslage SCHÄREN, Unterstellungsfragen 124 ff.

<sup>717</sup> BGer 2C\_571/2009. Vgl. dazu oben, [N 114](#).

<sup>718</sup> BGer 2C\_571/2009, E. 3.1.



handaufträgen anpassen mussten, was sie indessen nicht taten».<sup>719</sup> Das Bundesgericht analysierte auch den Gesellschaftsvertrag der betreffenden Gesellschaften. Dieser beauftragte die Treuhänder darüber zu wachen, dass die Mittel dem Investitions- und Finanzplan der Gesellschaft entsprechend verwendet wurden.<sup>720</sup> Die Treugeber hatten zudem das Recht, «an den Gesellschafterversammlungen teilzunehmen und das ihnen vom Treuhandkommanditär durch Vollmacht überlassene Stimmrecht auszuüben».<sup>721</sup>

Die Gesellschafterversammlung konnte im besagten Fall neben dem Komplementär auch weitere Geschäftsführer bestellen.<sup>722</sup> Zudem waren verschiedene Beschlusskompetenzen, die sich auf den Geschäftsbetrieb des Hotels bezogen, «zum Vornherein» der Gesellschafterversammlung vorbehalten (z.B. Änderung der Vermietungspolitik wie etwa Kurzfristvermietungen oder Verringerungen der Bettenkapazität etc.). Der Gesellschafterversammlung blieben auch «sämtliche Rechtshandlungen und Massnahmen reserviert», die über den gewöhnlichen Geschäftsbetrieb hinausgingen oder für die Gesellschaft von besonderer Bedeutung waren, sofern es nicht um den Vollzug des Investitions- und Finanzierungsplans ging.<sup>723</sup>

Aufgrund dieser Sachlage kam das Bundesgericht letztlich zum Schluss, dass es den Kommanditären an sich möglich war, «über die Gesellschafterversammlung auf die Geschäftsführung und die Verwendung der Gelder zum Gesellschaftszweck Einfluss zu nehmen».<sup>724</sup> Es bestand jedoch nach Ansicht des Bundesgerichts «eine beschränkte Fremdverwaltung», wobei diesen Rechten materiell in der Praxis nicht nachgelebt wurde.<sup>725</sup> Das Vorliegen einer Selbstverwaltung wurde somit im Ergebnis verneint und Fremdverwaltung angenommen.

Dies begründeten die höchsten Richter unter anderem anhand der Anzahl der Gesellschafter/Anleger sowie Kapitalstruktur im konkreten Fall. Namentlich sei bei «320 Anleger[n], die sich weitgehend nicht kannten und deren Ziel das Erwirtschaften einer möglichst hohen Rendite auf ihrem Kapital war» eine

<sup>719</sup> BGer 2C\_571/2009, E. 3.1.

<sup>720</sup> BGer 2C\_571/2009, E. 3.1.

<sup>721</sup> BGer 2C\_571/2009, E. 3.1.

<sup>722</sup> BGer 2C\_571/2009, E. 3.1.

<sup>723</sup> BGer 2C\_571/2009, E. 3.1. Durch Gesellschafterbeschluss konnte zudem ein Beirat zur Beratung und Unterstützung der Geschäftsführung, gegebenenfalls auch zur Wahrung weiterer Aufgaben, berufen werden, BGer 2C\_571/2009, E. 3.1.

<sup>724</sup> BGer 2C\_571/2009, E. 3.1.

<sup>725</sup> BGer 2C\_571/2009, E. 3.1.

297

298

299

Selbstverwaltung in der Gestalt einer Personengesellschaft nach Obligationenrecht «nur schwer möglich und die Gefahr einer Umgehung des KAG nicht ausgeschlossen».<sup>726</sup> Zudem erhelle im Rahmen einer «gebotenen Gesamtbetrachtung», dass die Anleger in erster Linie nicht eine Gesellschaft führen, «sondern regelmässig eine fixe Auszahlung von 6,25% pro Jahr auf ihrer Einlage realisieren».<sup>727</sup> Die eingetragene gegen aussen relevante Kommanditsumme betrug CHF 100'000. Die Investitionen betrugen indessen CHF 34 Mio., was den Schluss zulassen würde, «dass für die Anleger die Investition und die damit verbundenen “Vorabauschüttungen”, die dazu führen sollten, dass nach 16 Jahren ihr Kapital zurückbezahlt ist», im Vordergrund stehen.<sup>728</sup>

- 300 Das System als Ganzes, so das Bundesgericht, führe aufgrund dieser Sachlage im Resultat zu einer Fremdverwaltung, «in deren Rahmen der einzelne Anleger die Verwendung seiner Gelder trotz des Bestehens der dargelegten Gesellschafterrechte nicht selber (mit-)bestimmen konnte».<sup>729</sup>

## 3.2 Würdigung

- 301 Das Bundesgericht bestätigt im besagten Urteil, dass das Element der Fremdverwaltung unabhängig von der Form der kollektiven Kapitalanlage und damit auch für gesellschaftsrechtliche kollektive Kapitalanlagen gilt.<sup>730</sup> Das Zusammenfallen von Gesellschafter- und Anlegerstellung schliesst mithin eine Fremdverwaltung nicht aus.<sup>731</sup> Die mit der Fremdverwaltung des Vermögens beauftragten Drittpersonen sind einerseits die Organe der Gesellschaft bei körperschaftlich organisierten kollektiven Kapitalanlagen (SICAV, SICAF) sowie andererseits die Organe der KmGK «als im Aussenverhältnis verselbständigte bzw. handlungs-, prozess- und betriebsfähige Rechtsstruktur».<sup>732</sup> Das heisst, dass keine dem Konzept der kollektiven Kapitalanlage entgegenstehende Selbstverwaltung vorliegt, wenn bei körperschaftlichen kollektiven Kapitalanlagen den Anlegern gewisse Mitwirkungsrechte zukommen, wie bspw. das Recht, die für die Vermögensverwaltung verantwortlichen Organe zu ernennen oder Änderungen des Anlagereglements zu bewilligen.<sup>733</sup> Sofern zwar

---

<sup>726</sup> BGer 2C\_571/2009, E. 3.3.

<sup>727</sup> BGer 2C\_571/2009, E. 3.3.

<sup>728</sup> BGer 2C\_571/2009, E. 3.3.

<sup>729</sup> BGer 2C\_571/2009, E. 3.2.

<sup>730</sup> Botschaft KAG 2005 6418; KÜHNE, Praxis § 2 N 142.

<sup>731</sup> So auch SCHÄREN, Unterstellungsfragen 130 f.

<sup>732</sup> Art. 99 KAG i.V.m. Art. 602 OR. Vgl. dazu BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 7 N 27.

<sup>733</sup> BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 7 N 27.

Mitspracherechte bestehen, das System der kollektiven Kapitalanlage – mit den Worten des Bundesgerichts – «als Ganzes» aber aufgrund der Umstände des Einzelfalls trotzdem zu einer fehlenden Mitbestimmung der Anleger führt,<sup>734</sup> kann die FINMA auf das Vorliegen einer bewilligungspflichtigen kollektiven Kapitalanlage schliessen.<sup>735</sup>

Das Bundesgericht hat festgelegt, dass das Vorliegen einer beschränkten Fremdverwaltung für sich nicht reicht, sondern den Fremdverwaltungsrechten materiell in der Praxis auch nachgelebt werden muss.<sup>736</sup> In der Lehre ist nicht restlos geklärt, wie weit der Einfluss gehen muss, den ein Gesellschafter auf das Fällen der Anlageentscheide einer Anlagegesellschaft hat.

KÜHNE befürwortete (noch vor Inkrafttreten des KAG), dass sowohl bei vertraglichen wie auch gesellschaftsrechtlich organisierten Kapitalanlagen Fremdverwaltung vorliegen könne. Für die Frage, ob Fremdverwaltung effektiv vorliege, ist seiner Ansicht nach entscheidend, ob der einzelne Anleger die Möglichkeit hat, «bei der Festlegung der Anlagepolitik und beim Treffen von Anlageentscheiden» effektiv selbst mitzuwirken, oder ob diese Entscheide durch einen Dritten in voller Unabhängigkeit gefällt werden.<sup>737</sup> Eine Drittperson sei in diesem Zusammenhang nicht nur, wer von der Anlagegesellschaft unabhängig sei. Vielmehr können es seiner Ansicht nach auch für die Anlagegesellschaft tätige Personen sein, «die unabhängig von den Weisungen und konkreten Mitsprachemöglichkeiten der Anleger anlagepolitische Entscheide treffen können».<sup>738</sup> Dabei könne es sich auch um Organe oder geschäftsführende Personen der gesellschaftsrechtlich organisierten kollektiven Kapitalanlage handeln.<sup>739</sup>

Für die effektive Mitwirkung eines Gesellschafters und damit das Vorliegen der Selbstverwaltung ist nach Ansicht von KÜHNE erforderlich, dass ein Gesellschafter sich z.B. bei einer Gesellschafterversammlung zu «einzelnen anlagepolitischen Entscheiden» äussern könne.<sup>740</sup> Nicht erforderlich sei hingegen, dass jeder Anleger auch befugt sein müsse, einen anlagepolitischen Entscheid oder gar jeden einzelnen Anlageentscheid tatsächlich zu beeinflussen oder gar

<sup>734</sup> BGer 2C\_571/2009, E. 3.2.

<sup>735</sup> Vgl. RAYROUX/DU PASQUIER, die in einem solchen Fall von einer Ausnahme ausgehen, BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 7 N 28.

<sup>736</sup> BGer 2C\_571/2009, E. 3.1.

<sup>737</sup> KÜHNE, Bewilligungspflicht 288.

<sup>738</sup> KÜHNE, Bewilligungspflicht 288.

<sup>739</sup> KÜHNE, Bewilligungspflicht 289.

<sup>740</sup> KÜHNE, Bewilligungspflicht 289.

zu bewirken.<sup>741</sup> Vielmehr müsse es genügen, wenn der Gesellschafter im Hinblick auf einen anlagepolitischen Entscheid davon Kenntnis erlangt und die Möglichkeit hat, an diesem Entscheid mitzuwirken.<sup>742</sup>

- 305 Einen partiell anderen Weg schlägt SCHÄREN ein. Dieser postuliert, dass Fremdverwaltung nur dann verneint werden könne, wenn der Anleger an der Fällung der konkreten Anlageentscheide unmittelbar beteiligt sei, «sie mithin veranlassen oder verhindern» könne.<sup>743</sup> Nur, wenn die «konkrete Anlageform eine Mitwirkung von dieser Qualität» gewähre, stelle sie ein adäquates Surrogat für den vom KAG gewährleisteten Anlegerschutz dar.<sup>744</sup> Die so ausgestaltete Mitwirkung könne ihre Grundlage im dispositiven Recht, in einer schuldvertraglichen Abrede oder, sofern gesellschaftsrechtlich zulässig, in einem Gesellschaftsvertrag bzw. den Statuten haben.<sup>745</sup> BRAND fordert für die Fremdverwaltung bei kollektiven Kapitalanlagen, dass den Anlegern weder ein formelles noch ein faktisches Recht zur Mitwirkung bei der Anlageentscheidung zukommt, welches sie unmittelbar und in regelmässiger Weise tatsächlich wahrnehmen.<sup>746</sup>

#### 4. Aktive Verwaltung

- 306 Neben dem geforderten Ausmass an Fremdverwaltung im Rahmen von gesellschaftsrechtlich organisierten kollektiven Kapitalanlagen<sup>747</sup> besteht in der Lehre auch keine Einigkeit darüber, ob das Tatbestandselement «Verwaltung» eine aktive oder bloss eine passive Vermögensverwaltung erfordert.
- 307 Während ein Teil der Lehre nur dann eine Verwaltung i.S. des KAG annimmt, wenn ein Treffen der Anlageentscheide als eine *aktive* Willensbildung vor-

---

<sup>741</sup> KÜHNE, Bewilligungspflicht 289.

<sup>742</sup> KÜHNE, Bewilligungspflicht 289. Auch in jüngeren Publikationen (nach Inkrafttreten des KAG) spricht sich KÜHNE gegen die Voraussetzung einer «reinen» Fremdverwaltung aus. Solange Transparenz bestehe und die Verhaltensregeln eingehalten werden können, sei eine Voraussetzung der reinen Fremdverwaltung unnötig und verhindere die Umsetzung von zahlreichen innovativen Produktideen, vgl. KÜHNE, Praxis § 2 N 146.

<sup>743</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 131, 151.

<sup>744</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 131.

<sup>745</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 131 f.

<sup>746</sup> BRAND, § 6 N 105.

<sup>747</sup> Vgl. dazu oben, [N 284](#).

liegt,<sup>748</sup> vertreten andere Autoren, dass das Fremdverwahrungskriterium bereits bei einer rein *passiven*, administrativen Vermögensverwaltungstätigkeit erfüllt ist.<sup>749</sup>

#### 4.1 Aktive Verwaltung im Sinne der Expertenkommission

Die Expertenkommission zum Erlass des KAG hielt hinsichtlich der aktiven Fremdverwaltung zunächst fest, dass im Rahmen des KAG die – für vertragliche Anlagefonds konstitutive – Fremdverwaltung als Abgrenzungskriterium wegfallen. Als Grund hierfür wurde der Umstand genannt, dass die neu vorgesehene SICAV per definitionem auf dem Prinzip der Selbstverwaltung beruhe.<sup>750</sup> Zudem führte die Expertenkommission an, dass auch die allenfalls fehlende Verwaltung der meisten dieser Produkte nicht zur Unterscheidung gegenüber kollektiven Kapitalanlagen taugte, da «nach moderner Auffassung» auch passives Management eine Verwaltung darstelle.<sup>751</sup> Ansonsten, so die Expertenkommission, könne man Indexfonds gar nicht mehr als Anlagefonds bewilligen.<sup>752</sup> Dem wurde hinzugefügt, dass man als Abgrenzungskriterium allenfalls die Tatsache bemühen könne, dass strukturierte fondsähnliche Finanzinstrumente meistens auf einem einfachen «Konstruktionsprinzip» basieren, das im Prospekt abschliessend dargestellt wird, und «ohne jedes Management gewissermassen „wie ein Uhrwerk“ ablaufen».<sup>753</sup> Dem stehe aber entgegen, «dass es auch „mechanisch“ funktionierende Anlagefonds» wie Indexfonds oder indexorientierte Anlagefonds gebe.<sup>754</sup>

308

#### 4.2 Aktive Verwaltung im Sinne des Bundesrates

Im Gegensatz zum Bericht der Expertenkommission zum Erlass des KAG will der Bundesrat in seiner Botschaft an einem traditionelleren Verständnis der Verwaltung festhalten.<sup>755</sup> So wird namentlich hervorgehoben, dass bei kollektiven Kapitalanlagen die Verwaltung des von den Anlegern aufbrachten Vermögens Drittpersonen übertragen wird, die in *eigener Verantwortung* über

309

<sup>748</sup> So EMCH 100 f.; BRAND, § 6 N 93 ff.; FORSTMOSE, Geltungsbereich 61; ZK AFG-FORSTMOSE, Art. 2 N 46; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 113 ff.

<sup>749</sup> So etwa HEBERLEIN 24.

<sup>750</sup> Erläuterungsbericht KAG 2003 102.

<sup>751</sup> Erläuterungsbericht KAG 2003 102.

<sup>752</sup> Erläuterungsbericht KAG 2003 102.

<sup>753</sup> Erläuterungsbericht KAG 2003 102 (FN 70).

<sup>754</sup> Erläuterungsbericht KAG 2003 102 (FN 70).

<sup>755</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 114.

Kauf und Verkauf der Anlagen entscheiden sollen.<sup>756</sup> Ein passives Management i.S. des Expertenberichts ist gem. dieser Auslegung nicht vom Geltungsbereich des KAG erfasst.<sup>757</sup>

### 4.3 Aktive Verwaltung im Sinne der Rechtsprechung

- 310 Die Frage, ob die aktive oder auch die passive Verwaltung vom Kriterium der Fremdverwaltung i.S.v. Art. 7 Abs. 1 erfasst ist, ist durch die bundesgerichtliche Rechtsprechung bislang nicht abschliessend geklärt worden.
- 311 Im vorinstanzlichen Verfahren hat sich das BVGer dahingehend geäussert, dass «es ein wesentliches Begriffsmerkmal jeder kollektiven Kapitalanlage» sei, dass die Verwaltung «rechtlich und faktisch über einen wesentlichen Ermessensspielraum bezüglich der Anlagepolitik» verfüge und die Kompetenz habe, «selbständig und zu dem von ihr als richtig erachteten Zeitpunkt in neue Anlagen zu investieren oder bisherige Aktiven zu verkaufen».<sup>758</sup> Daraus erhellt, dass das BVGer eine Unterstellung unter das KAG in sinngemässer Anlehnung des aufgehobenen Art. 1 AFV anwendet, und sich für das Erfordernis einer aktiven Verwaltung auf Basis selbstständiger Anlageentscheide ausspricht.
- 312 Das Bundesgericht hat sich bislang nicht zur Frage geäussert, ob Art. 1 AFV hinsichtlich dessen materiellen Gehalts auch im Rahmen des KAG-Regimes anwendbar ist.<sup>759</sup>

### 4.4 Aktive Verwaltung im Sinne der Lehre

- 313 FORSTMOSER hielt bereits 1986 unter der Geltung des AFG fest, dass unter Verwaltung «weit mehr» gefasst werden müsse als blosser Administration.<sup>760</sup> Vielmehr forderte er für das Vorliegen einer Verwaltung die Festlegung einer eigentlichen Anlagenpolitik, die sachkundige Auswahl der Kapitalanlagen sowie das Fällen weiterer, für den Erfolg wesentlicher Entscheide. Die Erledigung der Formalitäten von Erwerb, Verkauf und Aufbewahrung sei zwar in der Verwaltung ebenfalls enthalten, «jedoch nicht ihr entscheidendes und wesensbestim-

---

<sup>756</sup> Botschaft KAG 2005 6418.

<sup>757</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 114.

<sup>758</sup> BVGer B-4312/2008 vom 31. Juli 2009, E. 3.9.

<sup>759</sup> Vgl. dazu eingehend SCHÄREN, Unterstellungsfragen 115 f.

<sup>760</sup> FORSTMOSER, Geltungsbereich 61.

mendes Element». <sup>761</sup> Das Fällen anlagepolitischer Entscheide präge den Begriff der Verwaltung, wobei der Fondsleitung hierin «grosse Selbstständigkeit und Machtfülle» zukommen müsse. <sup>762</sup>

Zu übereinstimmenden Resultaten gelangt auch SCHÄREN, welcher einer Fondsleitung für das Vorliegen der Fremdverwaltung die Fähigkeit zum unabhängigen Treffen von Anlageentscheiden zuschreibt. <sup>763</sup> BRAND belegt diese Ansicht am Beispiel von kollektiven Immobilienanlagen und postuliert, dass sobald die einzelnen Anleger die Entscheide nicht mehr direkt oder indirekt in massgeblicher Weise beeinflussen könnten, Fremdverwaltung vorliege und die Anleger einen Schutz verdienen würden. <sup>764</sup> 314

Eine hiervon abweichende Ansicht vertreten EHRENSPERGER und HEBERLEIN, welche in Übereinstimmung mit der Praxis der FINMA dafürhalten, dass unter der Verwaltung nicht nur eine aktive Tätigkeit zu verstehen sei. <sup>765</sup> Vielmehr werde ein Vermögen bereits dann (fremd)verwaltet, wenn es einem Index entsprechend angelegt werde. <sup>766</sup> 315

#### 4.5 Zwischenfazit zur aktiven Verwaltung

Nach der hier vertretenen Meinung überzeugt die Auffassung des BVGer und der h.L., welche für das Vorliegen der Verwaltung einen rechtlichen und faktischen Ermessensspielraum bezüglich der Anlagepolitik sowie die Kompetenz zur selbständigen Fällung von Anlageentscheiden fordern. Insb. ist in diesem Zusammenhang daran zu erinnern, dass das Bundesgericht bei der Auslegung von Art. 2 und Art. 7 die Beachtung des Regelungszwecks fordert. <sup>767</sup> Der Anlegerschutz als inhärentes und ursprünglichstes Regelungsmotiv rechtfertigt sich u.E. nur dann, wenn das Treffen von Anlageentscheiden, verstanden als eine aktive Willensbildung, vorliegt. Der Bundesrat ist u.E. folglich zurecht vom Vorschlag der Expertenkommission abgewichen, indem er einen eigenverantwortlichen Entscheid über den Kauf bzw. Verkauf von Anlagen für das Vorliegen des Verwaltungskriteriums fordert. <sup>768</sup> 316

<sup>761</sup> FORSTMOSER, Geltungsbereich 61.

<sup>762</sup> FORSTMOSER, Geltungsbereich 61; EMCH 100 f.

<sup>763</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 132.

<sup>764</sup> BRAND, § 6 N 94.

<sup>765</sup> HEBERLEIN 24; EHRENSPERGER 25.

<sup>766</sup> HEBERLEIN 24.

<sup>767</sup> BGer 2C\_571/2009 E. 2.2.

<sup>768</sup> Vgl. oben, [N 309](#).

## 4.6 Aktive Verwaltung im Zusammenhang mit Exchange Traded Funds

### a. Allgemeine Einführung

- 317 Da es sich bei «Exchange Traded Funds» (ETFs) um eine Innovation des Marktes handelt, stellt die rechtliche Umschreibung dieser Produkte grundsätzlich eine Herausforderung dar. Für ETFs besteht keine Legaldefinition und im Schrifttum hat sich bisher keine allgemein anerkannte Definition etabliert. Das charakteristische Wesensmerkmal von ETFs ist, dass sie an der Börse gehandelte Fonds sind.<sup>769</sup> Das bedeutet, dass ETFs im Unterschied zu gewöhnlichen kollektiven Kapitalanlagen eine Art von Fonds sind, die – ähnlich wie börsennotierte Aktien – grundsätzlich während der gesamten Börsenöffnungszeit handelbar sind.<sup>770</sup>
- 318 Die Ursprünge der ETFs liegen in den sog. *Indexfonds* begründet, die in den 1970er Jahren in den USA lanciert wurden. Bei «konventionellen» Fonds wird durch Stockpicking anhand unterschiedlicher Analysen (fundamentale Analyse, charttechnische Analyse, Value- oder Growth-Stil, Elliot-Wave-Analyse, Behavioral Finance, Markttiming, etc.) aktiv versucht, die Rendite von Portfolios zu erhöhen.<sup>771</sup> Da es grundsätzlich schwer fällt, die Benchmark mit Stockpicking-Methoden nachhaltig zu übertreffen, suchten Intermediäre nach Möglichkeiten, künftig nicht mehr der risikobehafteten Stockpicking Gefahr und hohen Transaktionskosten ausgesetzt zu sein, sondern die gleiche Performance wie der Markt zu erzielen.<sup>772</sup> Anhand des sog. Indexing versuchte man einen Börsenindex möglichst exakt nachzubilden. Es wurde also in genau diejenigen Aktien investiert, aus denen sich ein Index zusammensetzte.<sup>773</sup> Ziel des

---

<sup>769</sup> Vgl. zu Exchange Traded Funds FINMA-Mitteilung 29/2011 3 ff.; BERNET 270 ff.; LÜSCHER-MARTY 541 ff.; LUCHSINGER GÄHWILER, *passive Finanzinstrumente* 23 ff.; GASTINEAU 265 ff.; KÜHNE, *Praxis* § 7 N 544 ff.; HASLEM 302 ff., 338 ff.; ETTERER/WAMBACH/SCHMITT 47 ff.; KÖFLER 15 ff.; LANDERT 170 ff.; JUTZI/MÜLLER 418 ff.; JUTZI/SCHÄREN, *Kollektivanlagenrecht* § 18 N 837 ff.; SCHÄREN, *Unterstellungsfragen* 116 ff.; WICKI 154 ff.

<sup>770</sup> LÜSCHER-MARTY 541; ETTERER/WAMBACH/SCHMITT 34.

<sup>771</sup> ETTERER/WAMBACH/SCHMITT 44.

<sup>772</sup> ETTERER/WAMBACH/SCHMITT 44 f.

<sup>773</sup> ETTERER/WAMBACH/SCHMITT 19.



Fondsmanagements war es, die Abweichung vom Index (sog. Tracking Error) möglichst klein zu halten,<sup>774</sup> d.h. den Index möglichst eins zu eins nachzubilden.<sup>775</sup>

Der erste ETF wurde 1993 lanciert.<sup>776</sup> Bei ETFs handelt es sich – wie bereits angedeutet – um *börsenkotierte Indexfonds*.<sup>777</sup> Sie haben keine Laufzeitbegrenzung und können während der Börsenhandelszeiten laufend gekauft bzw. verkauft werden. Dieser permanente Börsenhandel statuiert den Hauptunterschied zu den klassischen Indexfonds, bei denen der Preis (d.h. der NAV) nur einmal pro Tag nach Börsenschluss berechnet wird.<sup>778</sup> ETFs bilden beinahe ausschliesslich Indizes nach.<sup>779</sup> Dazu gehören beispielsweise Geldmarktindizes, Rohstoffindizes oder etwa Immobilienindizes.<sup>780</sup> ETFs verwenden zur Nachbildung eines Index unterschiedliche Techniken, welche Grundlage für verschiedene ETF-Kategorisierungen bilden.<sup>781</sup>

319

## b. Arten von Exchange Traded Funds

Landläufig werden zwei Arten von ETFs unterschieden: Aktiv verwaltete ETFs und passiv verwaltete ETFs. Letztere werden auch als klassische Indexfonds bezeichnet und kennzeichnen sich dadurch, dass der Markt die Funktion des Fondsverwalters übernimmt. Bei aktiv verwalteten ETFs versuchen Fondsmanager mit einem Anteil individueller Gestaltungsfreiheit bei der Aktienaus-

320

<sup>774</sup> LÜSCHER-MARTY 451.

<sup>775</sup> KÖFLER 20. Nachdem 1971 ein erster Indexfonds für institutionelle Anleger aufgelegt wurde, initiierten John Bogle und Murton Malkiel den ersten Indexfonds für Privatanleger, der später zum grössten Investmentfonds der Welt werden sollte, vgl. ETTERER/WAMBACH/SCHMITT 45.

<sup>776</sup> KÖFLER 81.

<sup>777</sup> KÖFLER 20; LÜSCHER-MARTY 451. Die Umschreibung von ETF als börsenkotierte Indexfonds ist freilich nicht vollkommen zureichend. Der in der Bezeichnung enthaltene Hinweis auf den börslichen Handel als Begriffsmerkmal ist namentlich insofern zu unscharf, als es auch bei anderen bereits etablierten Kapitalanlageinstrumenten zutrifft, vgl. dazu eingehend WICKI 160.

<sup>778</sup> Vgl. zum iNAV sogleich unten, [N 333](#).

<sup>779</sup> Ein Index stellt eine auf unterschiedlichen Einzeldaten beruhende, künstliche Kenngrösse dar, die statistischen, zeitlichen und örtlichen Vergleichen dient. Ein Börsenindex dokumentiert die Wertentwicklung eines Aktien- oder Obligationenportfolios, das für bestimmte Segmente des Aktien- bzw. Obligationenmarktes repräsentativ ist, vgl. WICKI 176; FINMA-Mitteilung 29/2011 4.

<sup>780</sup> LÜSCHER-MARTY 451.

<sup>781</sup> Vgl. dazu sogleich unten, [N 320](#).

wahl, den Index zu übertreffen. Die Unterteilung in aktiv und passiv verwaltete ETFs wird der heutigen Mannigfaltigkeit verschiedener ETF-Arten jedoch nicht gerecht. Vielmehr gliedern die unterschiedlichen Techniken in der Indexnachbildung ETFs in mehrere Kategorien und Unterkategorien. Auf einer ersten Ebene wird namentlich die *synthetische* Indexnachbildung von der *physischen* Indexnachbildung unterschieden. Letztere weist mehrere Unterkategorien auf. Insbesondere wird hier die vollständige physische Nachbildung (Full-Replication-Methode) von der unvollständigen physischen Nachbildung (Sampling-Methode) unterschieden.

- 321 Synthetische Indexnachbildung bedeutet, dass ein Fondsportfolio mit einem Index-Swap kombiniert wird. Dabei garantiert bei einem Index-Swap der Swap-Kontrahent (i.d.R. eine Bank) die Performance des Underlyings, d.h. des Basis-Indexes.<sup>782</sup> Der Sicherstellungsmechanismus basiert auf einem täglichen Performance-Ausgleich zwischen Wertpapierkorb und ETF-Underlying, wobei der Index-Swap eine fast perfekte Indexnachbildung sicherstellt.<sup>783</sup> Der Tracking-Error bei synthetischer Nachbildung entspricht exakt den dem ETF belasteten Gebühren. Die synthetische Nachbildung erlaubt insb. die Nachbildung von Indizes, die nicht physisch gekauft werden können (z.B. Rohstoffindizes).<sup>784</sup>
- 322 Demgegenüber versteht man unter der vollständig physischen Nachbildung eines Aktienindex, dass alle Aktien eines Indexes mit exakter Gewichtung gekauft und in den ETF-Korb integriert werden (full replication).<sup>785</sup> Das Indexportfolio wird hier ganzheitlich und ausschliesslich durch Originalaktien abgebildet. Dies hat zur Folge, dass das Fondsportfolio ein Duplikat des zugrundeliegenden Indizes darstellt.<sup>786</sup>
- 323 Im Rahmen der unvollständigen physischen Nachbildung wird bloss eine Teilmenge aller Indexkomponenten gekauft (partial replication). Hierbei werden nur die schwergewichtigen Aktien berücksichtigt, und die leichtgewichtigen

---

<sup>782</sup> LÜSCHER-MARTY 453.

<sup>783</sup> LÜSCHER-MARTY 453.

<sup>784</sup> LÜSCHER-MARTY 453.

<sup>785</sup> Die vollständig physische Nachbildung birgt mehrere Gefahren. Neben dem Kommastellenproblem bei der exakten Indexgewichtung bestehen auch Gefahren bei der praktischen Handhabung von Kapitalereignissen (z.B. Dividenden), dem Umgang mit Indexmutationen (Auswechslung von Titeln, Aktienkapitalanpassungen) sowie allenfalls ungenügender Liquidität einzelner Indexkomponenten, vgl. LÜSCHER-MARTY 452.

<sup>786</sup> KÖFLER 44.

vernachlässigt.<sup>787</sup> Im Unterschied zur full replication-Methode wird also eine begrenzte Titelauswahl selektiert und bei der Gewichtung einzelner Aktien treten Abweichungen vom nachzubildenden Index auf.<sup>788</sup> Bei der sog. Optimized-Sampling-Methode stützt man sich auf einen kleinen Aktienkorb mit optimalen Rendite-/Risikoeigenschaften und einem möglichst kleinen Tracking Error.<sup>789</sup> Beabsichtigt wird hier die Erzielung eines optimalen Zielfunktionswertes unter Einhaltung bestimmter Nebenbedingungen, welche die geforderten Eigenschaften des Trackingportfolios charakterisieren.<sup>790,791</sup>

### c. Funktionsweise von Exchange Traded Funds

Wie erwähnt wird bei ETFs grundsätzlich nicht eine über dem Markt liegende Entwicklung, sondern eine mit dem Index möglichst identische Performance angestrebt.<sup>792</sup> Die Verwaltung des Fondsvermögens hinsichtlich der zu treffenden Anlageentscheide wird dabei von eigens zu diesem Zweck entwickelten EDV-Programmen vorgenommen.<sup>793</sup> Die Nachbildung der Indexbewegungen geschieht bei ETF nicht wie bei «herkömmlichen» kollektiven Kapitalanlagen durch die Anlagetätigkeit einer Fondsleitung bzw. eines Verwalters von Kollektivvermögen. Die Zusammenstellung des dem ETF zu Grunde liegenden Portfolios wird durch Investoren bewerkstelligt, welche Anteile zeichnen.<sup>794</sup> Der Bezug von Anteilen ist nur gegen Übergabe der dem Index zugrundeliegenden Effekten in der jeweils aktuellen Gewichtung möglich. Umgekehrt erhält der Anteilinhaber bei der Rückgabe der Anteile eine seiner Quote am Portfolio entsprechende Anzahl Effekten. Durch diesen speziellen Mechanismus bleibt es der Fondsleitung erspart, selber um das Portfolio Management besorgt zu sein. Da zudem die Ausgabe der Anteile nicht gegen Barzahlung erfolgt, besteht auch nur ein sehr kleiner «Cash»-Anteil im Anlageportfolio.<sup>795</sup>

324

<sup>787</sup> Dabei entscheidet das Fondsmanagement, wo der Schnitt gemacht wird (z.B. Verzicht auf alle Titel mit einem Indexgewicht von weniger als 1.0%), vgl. LÜSCHER-MARTY 453.

<sup>788</sup> KÖFLER 44.

<sup>789</sup> LÜSCHER-MARTY 453.

<sup>790</sup> KÖFLER 45.

<sup>791</sup> Zu weiteren Kategorisierungen von ETF, z.B. zu den sog. «ETF 3.0» (Smart-Beta ETF, Short und Leverage ETF) vgl. JUTZI/MÜLLER 425.

<sup>792</sup> Vgl. oben, [N 320 f.](#)

<sup>793</sup> WICKI 163.

<sup>794</sup> WICKI 164.

<sup>795</sup> WICKI 164.

- 325 Einer der wesentlichen Funktionsbestandteile eines ETF ist der sog. Creation und Redemption-Prozess. Um einen zugrundeliegenden Index nachzubilden, stellt der Designated Sponsor einen Aktienkorb zusammen, dessen Komposition dem Index eins zu eins entspricht.<sup>796</sup> Als Gegenleistung erhält er vom ETF-Anbieter ETF-Anteile im Wert des Aktienkorbes, die er im Markt verkaufen kann (Creation-Prozess).<sup>797</sup> Entgegengesetzt kann der Designated Sponsor ETF-Anteile an die ETF-Anbieter retournieren, wofür er als Gegenleistung Aktien erhält (Redemption-Prozess). Der Vorteil liegt dabei darin, dass die über diesen Prozess dem ETF zu- bzw. abfliessenden Mittel nicht vom ETF in Aktien investiert oder liquidiert werden müssen, sondern bereits als Aktien ein- und ausgebucht werden.<sup>798</sup>
- 326 Der Anleger erwirbt Anteile an einem ETF gegen Einlieferung eines Effektenkorbs, der in Komposition und Gewichtung der Titel dem vom ETF abgebildeten Index entspricht. Umgekehrt erhält der Anleger bei der Rückgabe von Anteilen einen entsprechenden Effektenkorb.<sup>799</sup> Eine Fondsgesellschaft gibt täglich eine Aufstellung heraus, wo der für den Bezug von Anteilen einzuliefernde Effektenkorb im Einzelnen beschrieben wird. Der Creation und Redemption-Prozess erlaubt die Ausgabe und Rücknahme von Anteilen nur in grossen Mindeststückzahlen und ausschliesslich gegen die Einlieferung bzw. Auslieferung von indexgetreuen Effektenkörben.<sup>800</sup> Daraus folgt, dass der Bezug und die Rückgabe von Anteilen auf dem Primärmarkt im Gegensatz zu den meisten gewöhnlichen kollektiven Kapitalanlagen für Kleinanleger nicht möglich ist. Diese sind dazu angehalten die Anteile auf dem Sekundärmarkt (namentlich an der Börse) zu kaufen und verkaufen zu können. Aus diesem Grund werden ETF-Anteile stets an einer Börse kotiert.<sup>801</sup>

---

<sup>796</sup> Auf dem Sekundärmarkt stellen sog. Designated Sponsors fortlaufend verbindliche An- und Verkaufskurse, welche auch Quotes genannt werden. Die Spanne zwischen An- und Verkaufskurs eines Wertpapiers bezeichnet man als Spread oder Geld-Brief-Spanne. Diese Differenz ist ein massgebendes Kriterium zur Beurteilung der Liquidität. Zwischen den Spreads und dem Handelsvolumen besteht ein direkter Zusammenhang: Je grösser das gehandelte Volumen, desto geringer sind die Spreads. Für die Anleger ist ein möglichst geringer Spread erstrebenswert um die Rendite zu optimieren. Vgl. eingehend zur Liquidität von ETFs KÖFLER 24 f., 33 f.

<sup>797</sup> ETTERER/WAMBACH/SCHMITT 117.

<sup>798</sup> ETTERER/WAMBACH/SCHMITT 117.

<sup>799</sup> WICKI 164.

<sup>800</sup> WICKI 165.

<sup>801</sup> WICKI 165.

Vor diesem Hintergrund ist ersichtlich, dass ein wesentliches Merkmal der ETF-Konstruktion in der engen Verflechtung zwischen Primär- und Sekundärmarkt liegt. Die im Primärmarkt geschaffenen Anteile werden von sog. Authorized Participants in grossen Stückzahlen übernommen und dem Sekundärmarkt zugeführt.<sup>802</sup> Sie stellen laufend Kauf- und Verkaufsaufträge in das Börsensystem und bedienen auf diesem Weg sowohl die Angebots- als auch die Nachfrageseite. 327

Bei gewöhnlichen kollektiven Kapitalanlagen besteht keine derartige Verbindung von Primär- und Sekundärmarkt. Die Anleger beziehen die Anteile bei herkömmlichen Fonds i.d.R. selber auf dem Primärmarkt und geben diese auch wieder direkt über die Depotbank zurück. Emission und Platzierung von Anteilen fallen hier zusammen und ein Handel mit den Anteilen auf dem Sekundärmarkt ist nicht erforderlich.<sup>803</sup> 328

Damit der Börsenhandel in ETFs jederzeit möglich ist, beauftragt die jeweilige Börse sog. Market Maker.<sup>804</sup> Hierbei handelt es sich um ausgewählte Banken und Broker, welche dazu verpflichtet sind, fortlaufend verbindliche Ankauf- und Verkaufskurse zu stellen.<sup>805</sup> Damit ein Anleger überprüfen kann, ob die Preisnotierungen realistisch sind, wird bei ETFs i.d.R. alle 15 Sekunden der sog. iNAV bestimmt und veröffentlicht, wobei der iNAV dem indikativen Nettoinventarwert entspricht. 329

Die Funktionsweise von ETF lässt sich damit folgendermassen zusammenfassen: Auf dem Primärmarkt werden die Anteile grundsätzlich gleich wie die Anteile herkömmlicher kollektiver Kapitalanlagen bewertet. Allerdings besteht die Eigentümlichkeit, dass der NAV nicht in bar, sondern in der Auslieferung 330

<sup>802</sup> WICKI 166. Authorized Participants sind diejenigen Investoren, die mit der Fondsgesellschaft eine entsprechende vertragliche Vereinbarung haben, vgl. WICKI 165.

<sup>803</sup> WICKI 166.

<sup>804</sup> Gem. Art. 41 lit. c FINIG gelten als Market Maker Wertpapierhäuser, die gewerbsmässig für eigene Rechnung kurzfristig mit Effekten handeln und öffentlich dauernd oder auf Anfrage Kurse für einzelne Effekten stellen. Der Market Maker verpflichtet sich gegenüber der Börse und dem ETF-Anbieter, verbindliche Geld- und Briefkurse zu stellen, zu denen die Anleger ihre ETF-Anteile verkaufen bzw. kaufen können. Er muss während der Handelszeit und bei normalen Marktverhältnissen jederzeit je auf der Kauf- und Verkaufsseite eine minimale Auftragsgrösse von EUR 50'000 sicherstellen und sich zudem verpflichten, dass die Spanne zwischen Geld-/Briefkurs und dem iNAV, der laufend durch die Börse veröffentlicht wird, einen gewissen Prozentsatz nicht übersteigt, vgl. FINMA-Mitteilung 29/2011 3.

<sup>805</sup> LÜSCHER-MARTY 453.

eines Effektenkorbs entrichtet wird.<sup>806</sup> Dementgegen werden an der Börse die Preise grundsätzlich aufgrund von Angebot und Nachfrage bestimmt. Da sich dieser Preis jedoch massgebend vom inneren Wert der Anteile unterscheiden kann, muss die Preisbildung unterstützt werden.<sup>807</sup> Aus diesem Grund wird zum einen mit dem iNAV Transparenz bezüglich des inneren Werts geschaffen. Andererseits wird künstlich in das Börsengeschehen eingegriffen, um zwischen Primär- und Sekundärmarkt eine aktive Liquiditäts- und Preissteuerung zu bewerkstelligen.<sup>808</sup> Market Maker müssen daher laufend verbindliche Geld- und Briefkurse stellen, zu denen die Anleger ihre ETF-Anteile börslich erwerben oder verkaufen können.<sup>809</sup>

#### d. Vorteile von Exchange Traded Funds

- 331 In der Rechts- und Wirtschaftswissenschaft werden verschiedene Gewinne von ETF-Strukturen identifiziert. Zum einen können ETF gegenüber traditionellen, aktiv gemanagten Fonds eine vorteilhaftere Kostenstruktur aufweisen. Namentlich kommt es infolge der Replikation eines Indizes, auf denen ein ETF beruht, zu weniger Aktivität im Portfolio. Dies resultiert in einer geringeren Umschlagshäufigkeit. Die permanenten Umschichtungen im Portfolio unterbleiben und resultieren in geringeren Transaktionskosten.<sup>810</sup>
- 332 Sodann wird eine erhöhte Transparenz geltend gemacht, zumal wie bei Aktien alle notwendigen Börseninformationen wie Kurse, Handelsvolumina etc. jederzeit auf den Internetseiten der Emittenten, Börsen oder Finanzinformationsdienstleistern abrufbar sind.<sup>811</sup> Zudem ist die Preisbildung für den Anleger zumeist leicht nachvollziehbar, da der Kurs der ETFs i.d.R. exakt 1/10 oder 1/100 des jeweils zugrundeliegenden Indizes entspricht.<sup>812</sup>
- 333 Auch der bereits angesprochene fortlaufende Börsenhandel bietet einen Vorteil. Der tatsächliche Wert des Fonds (iNAV) wird in Abhängigkeit vom zugrun-

---

<sup>806</sup> JUTZI/MÜLLER 420.

<sup>807</sup> JUTZI/MÜLLER 420.

<sup>808</sup> JUTZI/MÜLLER 420 f.

<sup>809</sup> JUTZI/MÜLLER 421.

<sup>810</sup> Umschichtungen finden nur dann statt, wenn sich die Zusammensetzung des Indizes oder die Gewichtung der einzelnen Werte ändert, vgl. ETTERER/WAMBACH/SCHMITT 66. Vgl. zu den Kosten im Zusammenhang mit ETFs auch KÖFLER 32 ff.

<sup>811</sup> ETTERER/WAMBACH/SCHMITT 66.

<sup>812</sup> KÖFLER 21; ETTERER/WAMBACH/SCHMITT 67.

deliegenden Index alle 15 oder 60 Sekunden neu errechnet und als Vergleichswert veröffentlicht. Dahingegen wird bei traditionellen Fonds der NAV nur einmal am Tag ermittelt, was insb. bei schwankenden Märkten ein Hindernis ist.<sup>813</sup>

Ein weiterer Vorzug liegt in der höheren Flexibilität von ETFs im Vergleich zu klassischen Investmentfonds. Namentlich besteht aufgrund des Börsenhandels die Möglichkeit, auf aktuelle Marktsituationen schnell zu reagieren. Zudem besteht die Möglichkeit, in den Anteilen mit einem kurzen Zeithorizont «long» oder «short» zu gehen, um die Long-Position durch den Verkauf des Titels bzw. die Short-Position durch den Kauf des Titels am selben Tag wieder auszugleichen (sog. «Day-Trading»)<sup>814</sup> Ferner eignen sich ETFs für sehr unterschiedliche Anlagestrategien.<sup>815</sup>

334

Schliesslich vereinen ETFs ein hohes Mass an Diversifikation und eine hohe Liquidität auf. ETFs gelten als sehr liquide Finanzinstrumente, da die zumindest handelbare Menge nur ein Stück beträgt und auf diese Weise eine ständige Liquidität mit einem geringen Spread sichergestellt wird. Dies kommt insb. denjenigen Anlegern zugute, die ihre Anlage schnell in flüssige Mittel wie z.B. Bargeld umwandeln möchten.<sup>816</sup>

335

#### e. Risiken von Exchange Traded Funds

ETFs weisen gewisse, meist sekundärmarktspezifische Risiken auf. Ein Beispiel ist das sog. Indexrisiko, welches aus zwei Komponenten besteht: Einerseits kann nicht gewährleistet werden, dass die abgebildeten Indizes auch künftig auf die gleiche Art und Weise berechnet werden.<sup>817</sup> Andererseits kann auch die Indexzusammensetzung ein Risiko darstellen. Dies kann die Auswahl einzelner Titel und die Gewichtung einiger Branchen betreffen. Insb. in schlechten Börsenzeiten kann bspw. die Meinung entstehen, dass der SMI falsch gewichtet ist und konjunkturresistentere Branchen unterrepräsentiert sind.<sup>818</sup>

336

<sup>813</sup> ETTERER/WAMBACH/SCHMITT 66; SCHÄREN, ETF 342. Beim iNAV handelt es sich um den Nettoinventarwert eines ETF-Anteils. Dieser wird durch Multiplikation der gehaltenen Wertpapiere im Fondsvermögen des ETFs mit den entsprechenden Marktkursen berechnet. Der iNAV wird i.d.R. pro Aktie bekannt gegeben, indem der absolute NAV durch die Anzahl der ausgegebenen Fondsanteile ins Verhältnis gesetzt wird, vgl. ETTERER/WAMBACH/SCHMITT 116.

<sup>814</sup> WICKI 157.

<sup>815</sup> BERNET 271; ETTERER/WAMBACH/SCHMITT 67.

<sup>816</sup> ETTERER/WAMBACH/SCHMITT 69 f.

<sup>817</sup> ETTERER/WAMBACH/SCHMITT 79.

<sup>818</sup> ETTERER/WAMBACH/SCHMITT 79.

337 Im Ergebnis ist darauf hinzuweisen, dass das Emmittentenrisiko gering ist. Dies, zumal – wie noch aufzuzeigen sein wird – ETF heute de facto dem KAG unterstellt sind und insb. bei vertraglichen Anlagefonds die Kollektivvermögen als Sondervermögen rechtlich vom Emittenten getrennt sind.<sup>819</sup> Auch die Liquiditätsrisiken werden grundsätzlich als gering eingestuft, zumal aufgrund der Market Maker und des iNAV hohe Bid-Ask-Spreads unwahrscheinlich sind.<sup>820</sup>

#### f. Exchange Traded Funds als kollektive Kapitalanlagen

338 In einer Mitteilung aus dem Jahr 2011 strebte die FINMA danach, den KAG-Bewilligungsträgern (namentlich Fondsleitungen und den Vertretern ausländischer kollektiver Kapitalanlagen) die Gelegenheit zu geben, «über die Voraussetzungen zur Genehmigung von schweizerischen als auch von in oder von der Schweiz aus zum öffentlichen Vertrieb angebotenen ausländischen ETFs zu informieren».<sup>821</sup> Daraus erhellt bereits, dass die Aufsichtspraxis von einer grundsätzlichen Genehmigungsfähigkeit von ETFs als kollektive Kapitalanlagen i.S.v. Art. 7 ausgeht. Die SIX Swiss Exchange folgt dieser Auffassung und behandelt ETFs wie die übrigen börsenkotierten kollektiven Kapitalanlagen.<sup>822</sup> ETFs müssen demzufolge das Kotierungsreglement der SIX sowie die Richtlinien betreffend Dekotierung von in- und ausländischen kollektiven Kapitalanlagen berücksichtigen.<sup>823</sup>

339 Demgegenüber wird in der Lehre zum Teil vertreten, dass ETFs weder bewilligungsfähige, noch bewilligungspflichtige kollektive Kapitalanlagen sind.<sup>824</sup>

---

<sup>819</sup> Bei denjenigen ETFs, die als SICAV ausgestaltet sind, besteht zwar ein gewisses Emmittentenrisiko aufgrund der gesellschaftsrechtlichen Ausgestaltung. Allerdings dürfte dies aufgrund der Abstützung auf einen Index eher gering sein, vgl. JUTZI/MÜLLER 428.

<sup>820</sup> Das Liquiditätsrisiko beschreibt das Risiko, dass eine Anlage nicht schnell genug verwertet werden kann, um einen Verlust zu vermeiden bzw. einen Gewinn zu erzielen, vgl. JUTZI/MÜLLER 428.

<sup>821</sup> FINMA-Mitteilung 29/2011 3.

<sup>822</sup> Mitteilung des Regulatory Board der SIX Nr. 4/2010 zur Schaffung eines neuen regulatorischen Standards für Exchange Traded Products (Beschluss des Regulatory Board vom 1. Oktober 2010, Inkrafttreten am 15. Oktober 2010) 1 ff.

<sup>823</sup> Vgl. zur differenzierten Handhabung von aktiven ETF durch die SIX: Mitteilung des Regulatory Board der SIX Nr. 2/2014 zur Kotierung von aktiv gemanagten ETFs gem. Standard für kollektive Kapitalanlagen der SIX Swiss Exchange (Beschluss des Regulatory Board vom 25. Februar 2014) 1.

<sup>824</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 117 m.w.H.; WICKI 186 ff.



Nachfolgend wird analysiert, inwiefern ETF-Konstrukte tatsächlich mit den Tatbestandsmerkmalen einer kollektiven Kapitalanlage – insb. den zuvor besprochenen Anforderungen an eine aktive Verwaltung – vereinbar sind.<sup>825</sup>

### (1) *Merkmale eines Exchange Traded Fund gemäss Aufsichtspraxis*

Die FINMA hat bestimmte Merkmale herausgearbeitet, an denen Sie das Vorliegen eines ETFs festmacht. 340

Zunächst handelt es sich bei ETFs um offene kollektive Kapitalanlagen.<sup>826</sup> Dies zumal (nur) offene Strukturen dem Anleger ermöglichen, seinen Anteil täglich zum Nettoinventarwert auf dem Primärmarkt, d.h. direkt bei der Fondsleitung oder direkt bei der SICAV zurückzugeben. Sodann stellt die FINMA bei der Qualifikation als ETF im Unterschied zu gewöhnlichen kotierten kollektiven Kapitalanlagen (z.B. Immobilienfonds) auf das zwingende Vorliegen eines Market Makers ab, der einen liquiden Handel sicherstellt.<sup>827</sup> Schliesslich, so die FINMA, charakterisieren sich ETFs dadurch, dass sie einen Index replizieren.<sup>828</sup> 341

In einem zweiten Schritt widmet sich die FINMA eingehend den Funded Swap ETFs.<sup>829</sup> Die FINMA anerkennt, dass diese Vehikel mit Blick auf deren KAG-Unterstellung nicht unproblematisch seien und prüft die Frage, ob Funded Swap ETFs sämtliche Elemente einer kollektiven Kapitalanlage erfüllen. 342

Vom grundsätzlichen Vorliegen einer Verwaltung geht die FINMA namentlich dann aus, wenn das geschäftsführende Organ eines ETFs selbständig über die Anlagen, d.h. in eigener Verantwortung über Kauf und Verkauf der Anlagen 343

<sup>825</sup> Vgl. zur aktiven Verwaltung oben, [N 306 ff.](#); zur Gemeinschaftlichkeit kollektiver Kapitalanlagen oben, [N 251 ff.](#)

<sup>826</sup> Dies erscheint folgerichtig, zumal ETF Instrumente sind, die an der Börse gehandelt werden und hierfür eine geeignete Struktur aufweisen müssen. Damit Anteile zum börslichen Handel geeignet sind, müssen sie fungibel sein. Die rechtliche Organisationsform muss mithin die Ausgestaltung der Anteile als Effekten erlauben, vgl. WICKI 171. Aus diesem Grund sind zur Strukturierung von ETF bestimmte Rechtsformen von vornherein ungeeignet. Als solche gelten die Kollektiv- und Kommanditgesellschaft, die GmbH oder der Verein.

<sup>827</sup> FINMA-Mitteilung 29/2011 3; vgl. zum Market Maker oben, [N 329 ff.](#)

<sup>828</sup> FINMA-Mitteilung 29/2011 3. Die FINMA stellt auch weitere Anforderungen an die Bezeichnung von ETFs, vgl. FINMA-Mitteilung 29/2011 6.

<sup>829</sup> Vgl. dazu oben, [N 321.](#)

entscheidet.<sup>830</sup> Bei den physisch replizierenden ETFs,<sup>831</sup> könne ohne weiteres von einer Verwaltung durch das geschäftsführende Organ des ETFs gesprochen werden, da das Organ innerhalb der vorgegebenen Anlagepolitik z.B. über die Höhe der gehaltenen flüssigen Mittel und über den Zeitpunkt des Kaufs oder Verkaufs der im Index enthaltenen Anlagen entscheiden müsse.<sup>832</sup>

Bei Funded Swap ETFs beurteilt die FINMA die Situation hingegen anders. Dies, da hier in der Regel der gesamte Cash-Inflow des ETFs an die Swap-Gegenpartei transferiert werde und das geschäftsführende Organ des ETFs zu keinem Zeitpunkt über die Höhe der gehaltenen flüssigen Mittel oder über einen allfälligen Kauf oder Verkauf von Anlagen zu entscheiden habe.<sup>833</sup> Auch die Tatsache, dass dem geschäftsführenden Organ des ETFs im Rahmen der Annahme der Sicherheiten eine gewisse Entscheidungsbefugnis zustehe, vermöge dies nicht zu ändern. Auch die Auswahl der Swap-Gegenpartei gelte grundsätzlich nicht als Verwaltung, insb. wenn eine Konzerngesellschaft des ETF-Anbieters (z.B. die Investmentbank) die Swap-Gegenpartei sei.<sup>834</sup>

344 Funded Swap ETFs seien zudem auch in Bezug auf das Begriffselement der Kapitalanlage problematisch.<sup>835</sup> Funded Swap ETFs würden über keine Anlagen im Fondsvermögen verfügen und der OTC-Swap qualifiziert nach Ansicht der FINMA nicht als Anlage, sondern als Anlagetechnik.<sup>836</sup>

345 Die FINMA kommt zum Ergebnis, dass Funded Swap ETFs unter Umständen nicht die Merkmale einer kollektiven Kapitalanlage i.S.v. Art. 7 Abs. 1 erfüllen. Es obliegt damit dem Gesuchsteller bei der Einreichung des Gesuchs nachzuweisen, dass das eingereichte Produkt eine kollektive Kapitalanlage darstellt.<sup>837</sup>

## (2) *Mangelnde Fremdverwaltung*

346 Weiter vorne wurde bereits dargelegt, dass Fremdverwaltung dann auszu-schliessen ist, wenn für die Fällung von Anlageentscheiden kein Ermessens-spielraum besteht.<sup>838</sup> Insb. die «starre Indexorientiertheit» von physisch nach-

---

<sup>830</sup> FINMA-Mitteilung 29/2011 5.

<sup>831</sup> Vgl. dazu oben, [N 320 ff.](#)

<sup>832</sup> FINMA-Mitteilung 29/2011 5.

<sup>833</sup> FINMA-Mitteilung 29/2011 5.

<sup>834</sup> FINMA-Mitteilung 29/2011 5.

<sup>835</sup> Vgl. zum Begriffselement der Kapitalanlage oben, [N 267 ff.](#)

<sup>836</sup> FINMA-Mitteilung 29/2011 5.

<sup>837</sup> FINMA-Mitteilung 29/2011 5.

<sup>838</sup> Vgl. dazu oben, [N 316.](#)

gebildeten ETFs steht u.E. im Kontrast zum Konzept der Fremdverwaltung.<sup>839</sup> Fondsmanager verfügen hier über keinerlei Ermessensspielraum zur Fällung von Anlageentscheiden und sind auch nicht zur Vornahme einer eigentlichen Anlagepolitik befugt.<sup>840</sup>

Dem Standpunkt der FINMA, wonach eine Verwaltung vorliege, da der ETF-Fondsmanager innerhalb der vorgegebenen Anlagepolitik über die Höhe der gehaltenen flüssigen Mittel und über den Zeitpunkt des Kaufs oder Verkaufs der im Index enthaltenen Anlagen entscheiden müsse,<sup>841</sup> ist zu widersprechen. Die Unvereinbarkeit liegt namentlich darin begründet, dass der Fondsmanager durch den Creation Redemption Prozess auf die Aktivitäten des Market Makers angewiesen ist,<sup>842</sup> selbst aber gerade nicht über Kauf und Veräußerung einzelner Titel entscheiden kann.<sup>843</sup> Vielmehr wird durch den Creation Redemption Prozess die tatsächliche Indexnachbildung dem Machtbereich des Fondsmanagers vollständig entzogen.<sup>844</sup> An dieser Bewertung ändert sich auch dann nichts, wenn die Sampling-Methode zur Replikation angewendet wird, zumal die Titelwahl einer im Voraus definierten Samplingstrategie folgt und nicht aktiv vom Fondsmanager geändert werden kann.<sup>845</sup>

Bei ETFs, welche auf einer synthetischen Indexnachbildung beruhen und dem Fondsverwalter die Wahl des Wertpapierkorbs überlassen,<sup>846</sup> liesse sich das Vorhandensein einer partiellen aktiven Verwaltungstätigkeit eher begründen. Doch hier ist zu beachten, dass die Ausgestaltung des Wertpapierkorbs gänzlich unbeachtlich ist, und nur einen Gegenwert zum eigentlichen Swap-Geschäft darstellt.<sup>847</sup> Einzig im Zusammenhang mit denjenigen aktiv verwalteten ETFs, bei denen Fondsmanager mit einem hohen Anteil individueller Gestaltungsfreiheit bei der Aktienausswahl den Index outperformen, ergibt sich eine andere Beurteilung mit Blick auf das Vorhandensein einer Fremdverwaltung. Haben Fondsmanager die Möglichkeit, die Zusammensetzung ihres Produkts ständig und nach ihrem Ermessen zu ändern, ist die Fremdverwaltung bei die-

<sup>839</sup> So bereits JUTZI/MÜLLER 433.

<sup>840</sup> JUTZI/MÜLLER 433; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 117; WICKI 192 f.

<sup>841</sup> Vgl. dazu oben, [N 343](#).

<sup>842</sup> Vgl. dazu oben, [N 325](#).

<sup>843</sup> JUTZI/MÜLLER 433; SCHÄREN, ETF 345 f.

<sup>844</sup> JUTZI/MÜLLER 433; WICKI 193.

<sup>845</sup> JUTZI/MÜLLER 433; SCHÄREN, ETF 345 f.; vgl. zur Sampling Methode oben, [N 320](#).

<sup>846</sup> Vgl. dazu oben, [N 320 ff.](#)

<sup>847</sup> JUTZI/MÜLLER 433.

sen Vehikeln zu bejahen.<sup>848</sup> Im Sinne einer Gesamtbetrachtung kann daher festgehalten werden, dass aufgrund der strengen Indexanbindung bei den meisten ETFs kein Spielraum für die Betreibung einer Anlagepolitik besteht.<sup>849</sup>

### (3) Bewilligungspflicht und Bewilligungsfähigkeit von Exchange Traded Funds

- 349 Da ETFs des Elements der Fremdverwaltung grundsätzlich entbehren und mithin nicht alle konstitutiven Begriffsmerkmale einer kollektiven Kapitalanlage i.S.v. Art. 7 Abs. 1 erfüllen, ist eine Bewilligungspflicht für ETFs abzulehnen.<sup>850</sup>
- 350 Die Bewilligungsfähigkeit beurteilt sich danach, ob ein Vehikel im Einzelfall die Vorschriften des KAG bezüglich Form und Inhalt entspricht.<sup>851</sup> Weiter oben wurde bereits dargelegt, dass ETFs als offene kollektive Kapitalanlagen auszugestalten sind, zumal der Creation Redemption Prozess durch die jederzeitige Aus- und Rückgabe von Anteilen gewährleistet wird.<sup>852</sup>
- 351 Da die im Primärmarkt geschaffenen Anteile von Authorized Participants in grossen Stückzahlen übernommen und dem Sekundärmarkt zugeführt werden,<sup>853</sup> sind Retailanleger grundsätzlich auf den Sekundärmarkt angewiesen.<sup>854</sup>
- 352 Deshalb ist zu prüfen, ob eine gesetzliche Ausnahme vom Open-End-Prinzip für diese geltend gemacht werden kann. Wäre dies zu verneinen, so stellt sich die Frage, ob die Handelbarkeit an der Börse als Ersatz für das jederzeitige Rückgaberecht i.S.v. Art. 8 dienen kann. Zu prüfen ist auch, ob die Handelbarkeit an der Börse allenfalls als mittelbarer Anspruch auf Rückgabe qualifiziert werden kann, und auf diesem Weg das Open-End-Prinzip dennoch gewahrt wird.<sup>855</sup>
- 353 Die für den ETF gewählte Rechtsform muss eine flexible Struktur aufweisen, sodass anhaltend neue Anleger aufgenommen werden können und umgekehrt bestehenden Anlegern ein «Ausstieg» aus der kollektiven Kapitalanlage er-

---

<sup>848</sup> JUTZI/MÜLLER 433. Differenzierend SCHÄREN, der das Element Fremdverwaltung bei ETFs unabhängig von der Replikationsmethode als nicht gegeben erachtet, vgl. SCHÄREN, ETF 346.

<sup>849</sup> SCHÄREN, ETF 346.

<sup>850</sup> BRACK 54 f.; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 118.

<sup>851</sup> BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 7 N 4; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 4 N 79.

<sup>852</sup> Vgl. dazu oben, [N 325 f.](#)

<sup>853</sup> Vgl. dazu oben, [N 327.](#)

<sup>854</sup> SCHÄREN, ETF 343.

<sup>855</sup> JUTZI/MÜLLER 434.

möglicht wird.<sup>856</sup> Bei offenen kollektiven Kapitalanlagen gilt der Grundsatz, wonach die Anleger zulasten des Kollektivvermögens unmittelbar oder mittelbar einen Rechtsanspruch auf die Rückgabe ihrer Anteile zum Nettinventarwert haben.<sup>857</sup> Auf diese Weise wird Anlegern eine bestmögliche Ausstiegsmöglichkeit i.S. eines zwingenden Rechtsanspruchs eingeräumt. Die Bezeichnung «offen» bzw. «open-end» beruft sich in erster Linie auf die Rückgabe, nicht auf die Ausgabe von Anteilen. Die Rückgabe kann – ausser in den gesetzlich aufgezählten Spezialfällen – niemals eingeschränkt werden, während die Ausgabe neuer Anteile ohne weiteres eingestellt werden darf.<sup>858</sup> Gesetzliche Ausnahmen vom Open-End-Prinzip finden sich bei Immobilienfonds sowie bei übrigen Fonds für traditionelle oder alternative Anlagen mit erschwerter Bewertung oder beschränkter Marktgängigkeit.<sup>859</sup> ETFs sind weder Immobilienfonds, noch fallen sie in die Kategorie der übrigen Fonds für traditionelle und für alternative Anlagen. Insofern besteht keine Grundlage für eine Einschränkung des Open-End-Prinzips von kollektiven Kapitalanlagen.<sup>860</sup>

Auch weil ETF definitionsgemäss nicht nur qualifizierten Anlegern offenstehen, sei der Vollständigkeit halber angemerkt, dass die FINMA ETFs auch nicht im Rahmen von Art. 10 Abs. 5 KAG befreien kann.<sup>861</sup> 354

Fraglich ist, ob die Handelbarkeit an der Börse als mittelbarer Anspruch auf Rückgabe qualifiziert werden kann, und auf diesem Weg das Open-End-Prinzip dennoch gewahrt wird. Ein mittelbarer Anspruch auf jederzeitige Rückgabe besteht, sofern weder die Fondsleitung noch die SICAV, aber eine ihr nahestehende Person einen Rückgabeanspruch gewährt. Dies gilt mitunter auch dann, wenn ein Finanzinstitut aufgrund eines Market Making im Sekundärhandel eine minimale prozentuale Abweichung des Marktpreises im Vergleich zum NAV gewährleistet.<sup>862</sup> Zwar bezeichnet die Botschaft zum KAG die Börse als «alternative Ausstiegsmöglichkeit»,<sup>863</sup> doch lässt sich weder in Lehre noch Gesetzgebung eine einschlägige materielle Rechtfertigung hierfür finden.<sup>864</sup> Insb. bleibt dahingestellt, ob der Markt der kollektiven Kapitalanlagen den Sekun- 355

<sup>856</sup> SCHÄREN, ETF 342.

<sup>857</sup> Art. 8 Abs. 2 KAG.

<sup>858</sup> Botschaft KAG 2005 6440.

<sup>859</sup> Art. 66 Abs. 2 KAG, Art. 79 KAG i.V.m. Art. 109 KKV.

<sup>860</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 118 f.; JUTZI/MÜLLER 434.

<sup>861</sup> JUTZI/MÜLLER 434; SCHÄREN, ETF 347 f.

<sup>862</sup> BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 8 N 5.

<sup>863</sup> Botschaft KAG 2005 6435.

<sup>864</sup> JUTZI/MÜLLER 435.

därhandel tatsächlich mitumfasst, zumal sich die Mehrheit der Normen des KAG mit dem Primärhandel auseinandersetzen und «die Besonderheiten der kollektiven Kapitalanlage denn auch vorwiegend im Primärhandel auszumachen sind.»<sup>865</sup>

#### (4) Fazit

- 356 Im Lichte der obigen Ausführungen können ETFs zumindest aus einer formell-juristischen Betrachtung nicht als bewilligungsfähige Vehikel angesehen werden. Es besteht u.E. keine hinreichende Rechtsgrundlage, welche eine Erfassung von ETFs rechtfertigen würde.<sup>866</sup> Das «Gütesiegel» der FINMA-Aufsicht kann ETFs u.E. – im Unterschied zur Praxis der FINMA – nicht zugeteilt werden, womit sich die Rechtslage bezüglich der Unterstellung von ETFs sich nicht von jener gem. dem AFG unterscheidet.<sup>867</sup>

### 5. Begriffssynthese

- 357 Bringt man das weiter oben dargelegte Verständnis des Verwaltungsbegriffs in Verbindung mit der Definition einer Kapitalanlage durch das Bundesgericht,<sup>868</sup> kann u.E. die Vermögensverwaltung einer kollektiven Kapitalanlage in Anlehnung an BRAND dahingehend umschrieben werden, dass es sich um einen Auftrag zur selbstständigen Anlage des Kollektivanlagevermögens im Interesse der Anleger handelt, die möglichst der Ertragszielung und/oder des Wertzuwachses oder der Werterhaltung der Mittel dient.<sup>869</sup> Die Rolle des Verwalters ist dabei diejenige eines unechten oder indirekten Stellvertreters, der in eigenem Namen aber auf Rechnung und im Interesse der Anleger, d.h. der Vertretenen, handelt.<sup>870</sup> Liegt bei einer konkreten Anlageform keine Fremdverwaltung vor, so kommt es nicht zu einer Unterstellung unter das KAG, und es ist von einem bewilligungsfreien Zustand auszugehen.<sup>871</sup>

---

<sup>865</sup> JUTZI/MÜLLER 435.

<sup>866</sup> Vgl. SCHÄREN, ETF 351.

<sup>867</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 118.

<sup>868</sup> Vgl. dazu oben, [N 271 f.](#)

<sup>869</sup> Vgl. BRAND, § 6 N 92.

<sup>870</sup> Vgl. BRAND, § 6 N 92. Ähnlich formuliert auch ZETSCHKE den Begriff der Verwaltung. Er versteht darunter den «Sammelbegriff für alle tatsächlichen und rechtlichen Massnahmen im eigenen oder fremden Namen oder Interesse», die darauf gerichtet sind, das Vermögen zu erhalten, zu verwerten und zu mehren, vgl. ZETSCHKE, Prinzipien 93.

<sup>871</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 151.

## § 15 Gleichmässige Befriedigung der Anlagebedürfnisse

Als letztes Tatbestandsmerkmal fordert die Legaldefinition von Art. 7 Abs. 1, 358 dass die Anlagebedürfnisse der Anleger in gleicher Weise befriedigt werden müssen. Damit hat der Gesetzgeber die Praxis des Bundesgerichts aufgenommen, wobei die Kollektivanlage von der Individualanlage dadurch abgegrenzt wurde, dass die Anlagebedürfnisse der Anleger gleichmässig befriedigt werden müssen (sog. «supraindividueller Leistungsgehalt»)<sup>872</sup>. Die gleichmässige Befriedigung der Anlagebedürfnisse bedingt, dass die Fondsleitung, und, bei gesellschaftsrechtlich organisierten kollektiven Kapitalanlagen die Organe der Gesellschaft alle Anleger gleich behandeln.<sup>873</sup> Diese Gleichbehandlung verlangt, dass sämtliche Verträge, die Ansprüche an derselben kollektiven Kapitalanlage begründen, notwendigerweise den gleichen Inhalt aufweisen.<sup>874</sup>

Das Gleichbehandlungsgebot besagt jedoch nicht, dass Unterscheidungen unter den Anlegern aufgrund von objektiven Kriterien nicht zulässig wären.<sup>875</sup> So sind beispielsweise unterschiedliche Anteilsklassen möglich, sofern dies im Fondsreglement festgelegt wurde.<sup>876</sup> Auch sind im Rahmen der Transparenzrichtlinie der AMAS Rabatte möglich.<sup>877</sup> Eine strikte Gleichbehandlung gilt hingegen hinsichtlich der Behandlung von Rücknahmebegehren.<sup>878</sup> 359

---

<sup>872</sup> BGE 110 II 86; Botschaft KAG 2005 6417. Vgl. auch BGE 110 II 86; 107 Ib 364; 101 Ib 424.

<sup>873</sup> KÜHNE, Praxis § 2 N 154.

<sup>874</sup> KÜHNE, Praxis § 2 N 154.

<sup>875</sup> BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 7 N 25.

<sup>876</sup> Art. 26 Abs. 3 lit. k und Art. 78 Abs. 4 i.V.m. Art. 40 KKV.

<sup>877</sup> Vgl. SFAMA-Transparenzrichtlinie Ziff. 16 ff.

<sup>878</sup> Dies gilt unabhängig von den eingebrachten Einlagen, vgl. dazu BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, Art. 7 N 24 m.w.H.





## § 16 Offene und geschlossene Anlageformen

In Art. 7 Abs. 2 bringt der Gesetzgeber in einer systematischen Antizipation von Art. 8 und 9 zum Ausdruck, dass der Begriff der kollektiven Kapitalanlage i.S. eines Sammelbegriffs sowohl offene («open-end») wie auch geschlossene («closed-end») Anlageformen umfasst. Zu den offenen kollektiven Kapitalanlagen gehört neben dem vertraglichen Anlagefonds die SICAV, während die KmGK und die SICAF Unterarten der geschlossenen kollektiven Kapitalanlagen bilden. Inhärentes Merkmal der offenen Anlageformen ist, dass deren Anleger unmittelbar oder mittelbar einen Rechtsanspruch auf Rückzahlung ihrer Anteile zum Nettoinventarwert zulasten des Kollektivvermögens haben. 360



## § 17 Ort des Sitzes und der Hauptverwaltung

Im Zuge der FIDLEG/FINIG-bedingten Teilrevision des KAG wurde der Art. 7 mit einem neuen Abs. 5 ergänzt. Danach müssen kollektive Kapitalanlagen ihren Sitz und ihre Hauptverwaltung in der Schweiz haben. 361

Hinter dieser Ergänzung steht der Gedanke, dass das KAG – soweit dieses nicht den Begriff der ausländischen kollektiven Kapitalanlagen verwendet – unter den Begriff der kollektiven Kapitalanlage grundsätzlich die schweizerischen kollektiven Kapitalanlagen fasst.<sup>879</sup> Zur Klarstellung und als Gegenstück zur Definition der ausländischen kollektiven Kapitalanlagen gem. Art. 119 wurden nun auch die typischen Merkmale der schweizerischen kollektiven Kapitalanlagen gesetzlich verankert.<sup>880</sup> Dabei gilt diese Bestimmung auch für die gesellschaftlich organisierten kollektiven Kapitalanlagen.<sup>881</sup> 362

Für Fondsleitungen konkretisiert die FINIV, wann sich die Hauptverwaltung in der Schweiz befindet. Dies ist dann der Fall, wenn zum einen die unübertragbaren und unentziehbaren Aufgaben des Verwaltungsrates nach Art. 716a OR in der Schweiz wahrgenommen werden.<sup>882</sup> Überdies besteht ein Katalog von Aufgaben, die für jeden von der Fondsleitung verwalteten Anlagefonds in der Schweiz wahrgenommen werden müssen.<sup>883</sup> Die Bestimmung entspricht vollständig Art. 42 aKKV, der jedoch an die FIDLEG-Terminologie angepasst wurde. 363

---

<sup>879</sup> Botschaft FIDLEG/FINIG 2015 9009.

<sup>880</sup> Botschaft FIDLEG/FINIG 2015 9009.

<sup>881</sup> Botschaft FIDLEG/FINIG 2015 9009.

<sup>882</sup> Art. 50 lit. a FINIV.

<sup>883</sup> Art. 50 lit. b Ziff. 1-7 FINIV.



## § 18 Abgrenzung Strukturierter Produkte

### 1. Vorbemerkungen

Strukturierte Produkte gelten als eine Schöpfung des «modern financial engineering» und lassen sich nur erschwert in klassische Finanzproduktkategorien einordnen.<sup>884</sup> Als eigenständige Produktkategorie sind die strukturierten Produkte jedoch von den kollektiven Kapitalanlagen abzugrenzen.<sup>885</sup> Eine einheitliche rechtliche Definition des Begriffes «strukturierte Produkte» hat sich in der juristischen Lehre bislang nicht etabliert.<sup>886</sup> 364

Anfänglich wurden strukturierte Finanzprodukte jeweils nur für eine kleine Anzahl von Investoren (insb. institutionelle Anleger) strukturiert und ohne öffentliche Werbung platziert. In den 1980er-Jahren erreichten strukturierte Produkte vermehrt den Retailmarkt, wobei vor allem statische Zertifikate auf einen Aktienindex oder einen Aktienkorb (Basket) oder einfache kapitalgeschützte Produkte emittiert wurden.<sup>887,888</sup> Im Verlaufe der Zeit sind die Produkte zunehmend «dynamisch strukturiert» und mitunter aktiv verwaltet worden, wobei dem Anleger zum Teil wie bei kollektiven Kapitalanlagen das Recht eingeräumt wird, seine Anlage jederzeit zum Nettoinventarwert zu kündigen.<sup>889</sup> 365

### 2. Begriffsbestimmung und Funktionsweise strukturierter Produkte

Es besteht kein allgemein anerkannter Rechtsbegriff des strukturierten Produktes. Das FIDLEG enthält – obschon es den Begriff des strukturierten Produkts verwendet – keine Legaldefinition strukturierter Produkte. Auch in der Praxis sind zum Teil voneinander abweichende Definitionen einschlägiger Behörden und Verbände zu verzeichnen.<sup>890</sup> 366

---

<sup>884</sup> HUTTERLI N 26 ff.; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 17 N 788.

<sup>885</sup> Botschaft KAG 2012 3662.

<sup>886</sup> HUTTERLI N 26.

<sup>887</sup> Botschaft KAG 2005 6415.

<sup>888</sup> Vgl. zu den Zertifikaten unten, [N 380](#).

<sup>889</sup> Botschaft KAG 2005 6415.

<sup>890</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 174.

- 367 Unter dem Regime des aKAG wurde zur Abgrenzung strukturierter Produkte vermehrt auf die Richtlinie der SBVg aus dem Jahr 2014 über die Information der Anleger zu strukturierten Produkten zurückgegriffen.<sup>891</sup> Diese besagt, dass der Erwerb von strukturierten Produkten auf individueller kaufrechtlicher Basis erfolgt, und im Gegensatz zu einer Kollektivanlage dem Anleger für die Erfüllung der vertraglich vereinbarten Produktbedingungen nicht ein Kollektivvermögen haftet, sondern der Emittent bzw. der Garant im Umfang seiner Garantie.<sup>892</sup>
- 368 Als gängige strukturierte Produkte nennt die SBVg-RL kapitalgeschützte Produkte, Produkte mit Maximalrendite sowie Partizipationsprodukte.<sup>893</sup> Die vorige Iteration der entsprechenden Richtlinie aus dem Jahr 2007 enthielt eine Definition strukturierter Produkte. Diese wurden dort als Anlageinstrumente qualifiziert, deren Rückzahlungswert von der Entwicklung eines oder mehrerer jeweiliger Basiswerte abgeleitet ist.<sup>894</sup>
- 369 Die «Strukturierung» eines Finanzprodukts besteht insb. darin, dass einzelne Finanzprodukte wie Derivate oder Aktien in einem Finanzinstrument kombiniert werden und dadurch neue Eigenschaften aufweisen.<sup>895</sup> Folglich handelt es sich bei strukturierten Produkten um Anlageprodukte, bei dem traditionelle Anlageformen (insb. Aktien und Anleihen) mit einem Derivat kombiniert werden.<sup>896</sup> Demgemäss werden strukturierte Produkte in der Lehre als eine verbriefte Teilnahme an der Wertentwicklung des Basiswerts bzw. der Basiswerte umschrieben.<sup>897</sup> Regelmässig werden sie zu den Derivaten gezählt und als An-

---

<sup>891</sup> EGGEN, strukturierte Produkte 122; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 17 N 794.

<sup>892</sup> SBVg-RL Strukturierte Produkte 2.

<sup>893</sup> Namentlich seien Produkte, bei denen im Wesentlichen der Finanzierungszweck im Vordergrund stehe wie Collateralized Debt Obligations, Asset Backed Securities, Convertible Bonds oder Anlehensobligationen i.S.v. Art. 1156 OR, keine strukturierte Produkte. Dasselbe gelte für Credit Linked Notes, die zwecks Finanzierung des/der Referenzschuldner(s) begeben werden. Hingegen gelten Credit Linked Notes, die zu Anlagezwecken ausgegeben werden, als strukturierte Produkte, vgl. SBVg-RL Strukturierte Produkte 2.

<sup>894</sup> Vgl. bei EGGEN, strukturierte Produkte 122; ENDER N 151; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 17 N 794.

<sup>895</sup> EGGEN, strukturierte Produkte 123; HUTTERLI N 32; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 174.

<sup>896</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 17 N 794; BSK KAG-BISCHOF/LAMPRECHT/SCHWOB, Art. 5 N 12.

<sup>897</sup> ENDER N 151 m.w.H.

lageprodukte bezeichnet, die durch die Kombination von zwei oder mehreren eigenständigen Finanzinstrumenten, wobei mindestens eines davon ein Derivat sein muss, neu gebildet werden.<sup>898</sup>

Der Basiswert kann statisch oder dynamisch sein. Handelt es sich um einen statischen Basiswert, verändert sich der Basiswert bzw. dessen konkrete Zusammensetzung während der Laufzeit nicht.<sup>899</sup> Liegt ein dynamischer Basiswert vor, kann sich der Basiswert während der Laufzeit verändern. Die Umschichtung der Basiswerte kann nach rein objektiven Kriterien vorgenommen werden oder vom subjektiven Einfluss eines Asset Managers abhängig sein.<sup>900</sup> 370

### 3. Regelung strukturierter Produkte im FIDLEG

#### 3.1 Überführung vom aKAG in das FIDLEG

Aufgrund der Komplexität in der Abgrenzung der strukturierten Finanzinstrumente von den kollektiven Kapitalanlagen (insb., weil die Legaldefinition nach Art. 7 Abs. 1 diese Frage für sich allein nicht immer genügend klären kann), zählte das aKAG explizit einige zusätzliche Bedingungen auf, die erfüllt sein mussten, um eine KAG-Unterstellung verneinen zu können.<sup>901</sup> Namentlich enthielt Art. 5 aKAG eine Sonderbestimmung für strukturierte Produkte und regelte die Voraussetzungen für die Ausnahme dieser Produkte vom Geltungsbereich.<sup>902</sup> Auf eine Legaldefinition wurde «angesichts der Innovationsfähigkeit des Finanzsektors und des ständigen Wandels an den Finanzmärkten» jedoch verzichtet.<sup>903</sup> Vielmehr hat sich der Gesetzgeber darauf beschränkt, in einer beispielhaften Aufzählung kapitalgeschützte Produkte, Produkte mit Maximalrendite und Zertifikate als strukturierte Produkte i.S. des KAG zu bezeichnen.<sup>904</sup> Diese Bestimmung wurde mit der 2013 in Kraft getretenen KAG-Revision überarbeitet und jüngst – unter Wegfall des im KAG vorgesehenen 371

<sup>898</sup> ENDER N 151 m.w.H.; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 174. Partiiell abweichend hierzu EGGEN, welche die Qualifikation als strukturiertes Produkt nicht davon abhängig macht, ob das Produkt eine derivative Komponente aufweist, vgl. EGGEN, vergleichende Analyse 385.

<sup>899</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 174.

<sup>900</sup> Beispiele für objektive Umschichtungskriterien wären z.B. aufgrund der Marktkapitalisierung oder der Liquidität, vgl. SCHÄREN, Unterstellungsfragen 174.

<sup>901</sup> Botschaft KAG 2005 6416.

<sup>902</sup> Art. 5 Abs. 5 aKAG.

<sup>903</sup> Botschaft KAG 2005 6439.

<sup>904</sup> Vgl. dazu EGGEN, strukturierte Produkte 122.

Dispenses von der Prospektpflicht – ins FIDLEG überführt.<sup>905</sup> Dies geschah vor allem mit Blick auf eine Harmonisierung mit dem EU-Recht, wo strukturierte Produkte der Prospektpflicht gem. der Prospekt-RL unterlagen.<sup>906</sup>

- 372 Bei der Überführung der KAG-Regelung in das FIDLEG wurde grundsätzlich der Regelungsinhalt von Art. 5 Abs. 1 lit. a aKAG übernommen. Für das Anbieten strukturierter Produkte an Privatkunden ohne entsprechendes Vertragsverhältnis ist es folglich weiterhin erforderlich, dass sie von Instituten, die einer prudenziellen Aufsicht unterstehen, emittiert, garantiert oder gleichwertig gesichert werden. Als solche Institute kommen in erster Linie Banken, Versicherungen und Wertpapierhäuser in Frage.<sup>907</sup> Zusätzlich kann die Ausgabe, die Garantie oder die gleichwertige Sicherung durch ein ausländisches Institut erfolgen, das einer gleichwertigen Aufsicht untersteht.<sup>908</sup> Der bis anhin vorgesehene vereinfachte Prospekt geht neu im Basisinformationsblatt auf.<sup>909</sup> Diese Vorschriften gelten nicht, wenn die strukturierten Produkte im Rahmen eines auf Dauer angelegten Vermögensverhältnisses angeboten werden.<sup>910</sup> Dieses muss für eine unbeschränkte Anzahl Transaktionen und schriftlich oder in einer anderen, den Textnachweis ermöglichenden Form abgeschlossen werden und ein Entgelt vorsehen.<sup>911</sup>

### 3.2 FIDLEG bedingte Neuerungen

- 373 Eine Neuregelung sieht das FIDLEG für die Ausgabe strukturierter Produkte durch sog. Sonderzweckgesellschaften vor. Ähnlich wie unter dem aKAG ist die Ausgabe von strukturierten Produkten durch Sonderzweckgesellschaften an Privatkunden zulässig, wenn sie durch Finanzintermediäre i.S. des BankG, des FINIG bzw. des KAG oder einem Versicherungsunternehmen nach dem VAG angeboten werden.<sup>912</sup> Auch hier kann die Ausgabe durch ein ausländisches Institut erfolgen, das einer gleichwertigen Aufsicht untersteht.<sup>913</sup>

---

<sup>905</sup> Art. 3 lit. a Ziff. 4 i.V.m. Art. 71 FIDLEG.

<sup>906</sup> Botschaft FIDLEG/FINIG 2015 8993. Die Prospekt-RL wurde inzwischen durch die Prospekt-VO abgelöst.

<sup>907</sup> Art. 70 Abs. 1 lit. a-c FIDLEG.

<sup>908</sup> Art. 70 Abs. 1 lit. d FIDLEG.

<sup>909</sup> Darüber hinaus unterstehen strukturierte Produkte wie erwähnt neu der Prospektpflicht, vgl. Botschaft FIDLEG/FINIG 2015 8994.

<sup>910</sup> Art. 70 Abs. 1 FIDLEG.

<sup>911</sup> Art. 96 Abs. 1 FIDLEG.

<sup>912</sup> Art. 70 Abs. 2 lit. a Ziff. 1-2 FIDLEG. Zur vorherigen Regelung vgl. Art. 5 Abs. 1bis aKAG.

<sup>913</sup> Art. 70 Abs. 2 lit. a Ziff. 3 FIDLEG.



Während jedoch die aKKV für das Vorliegen einer Sonderzweckgesellschaft forderte, dass deren ausschliesslicher Zweck die Ausgabe strukturierter Produkte ist,<sup>914</sup> erfolgte bei der Überführung der entsprechenden Regelung in die FIDLEV eine begrüssenswerte Liberalisierung. Die FIDLEV definiert Sonderzweckgesellschaften nun als juristische Personen, die die Ausgabe von Finanzinstrumenten «nur» als *Hauptzweck* haben müssen. Neu dürfen Sonderzweckgesellschaften daneben auch mit der Emission von Finanzinstrumenten direkt im Zusammenhang stehende Nebentätigkeiten ausüben.<sup>915</sup> Dies rechtfertigt sich insb. deshalb, da die Ausgabe von strukturierten Produkten an Privatkunden durch Sonderzweckgesellschaften nur zulässig ist, sofern eine entsprechende Sicherung gewährleistet ist.<sup>916</sup> Damit sind die Ansprüche der Anleger weitestgehend unabhängig von der Bonität der Sonderzweckgesellschaft gesichert.<sup>917</sup> 374

Ähnlich wie bei der Abgrenzung kollektiver Kapitalanlagen von operativen Gesellschaften<sup>918</sup> ist auch vorliegend fraglich, wann der Hauptzweck einer juristischen Person in der Ausgabe von Finanzinstrumenten liegt. Aus den Materialien geht hervor, dass lediglich eine «marginale» Ausdehnung der Tätigkeit einer Sonderzweckgesellschaft über die ausschliessliche Ausgabe strukturierter Produkte hinaus angestrebt wurde.<sup>919</sup> Insofern dürfte bei dieser Abgrenzung ein eher strenger Massstab gelten. 375

Zur Frage, nach welchen Kriterien zu beurteilen ist, ob eine Sonderzweckgesellschaft als eine kollektive Kapitalanlage zu qualifizieren ist, äusserte sich die FINMA im Jahr 2014. Namentlich sei unerheblich, ob die Sonderzweckgesellschaft ein Produkt emittiert («single-issuance»), mehrere Produkte emittiert («multi-issuance»), die voneinander abgeschottet sind (z.B. im Rahmen von «Cells» einer Protected Cell Company) oder mehrere Produkte emittiert («multi-issuance»), die nicht voneinander abgeschottet sind, solange die Begriffsmerkmale der kollektiven Kapitalanlagen gem. Art. 7 bzw. 119 formellrechtlich nicht erfüllt sind.<sup>920</sup> Wird eine Sonderzweckgesellschaft gem. dem Recht im Heimatstaat oder nach der Praxis der zuständigen ausländischen 376

<sup>914</sup> Art. 4 Abs. 1ter aKKV.

<sup>915</sup> Art. 96 Abs. 2 FIDLEV.

<sup>916</sup> Art. 70 Abs. 2 lit. b FIDLEG.

<sup>917</sup> Erläuterungsbericht FIDLEV/FINIV/AOV 2019 65 f.

<sup>918</sup> Vgl. dazu oben, [N 96 ff.](#)

<sup>919</sup> Erläuterungsbericht FIDLEV/FINIV/AOV 2019 66.

<sup>920</sup> FINMA-FAQ Strukturierte Produkte Ziff. 4.

Aufsichtsbehörde als eine kollektive Kapitalanlage eingestuft, gilt eine ausländische Sonderzweckgesellschaft auch in der Schweiz in jedem Fall als eine ausländische kollektive Kapitalanlage.<sup>921</sup>

### 3.3 Kategorien strukturierter Produkte

377 Aus der beispielhaften Aufzählung von Art. 3 lit. a Ziff. 3 FIDLEG geht bereits hervor, dass verschiedene Typen strukturierter Produkte auseinandergelassen werden können (kapitalgeschützte Produkte, Produkte mit Maximalrendite und Zertifikate).<sup>922</sup>

#### a. Kapitalgeschützte Produkte

378 Bei kapitalgeschützten Produkten garantiert der Emittent am Ende der Laufzeit unabhängig von Kursverlauf des Basiswerts einen festen Rückzahlungsbetrag.<sup>923</sup> Sie ermöglichen eine Partizipation an der Performance eines Basiswerts und bieten gleichzeitig am Ende der Laufzeit eine minimale Rückzahlung in der Höhe des Kapitalschutzteils. Da die Rückzahlung des Kapitals indes nur zum Laufzeitende garantiert wird, erleidet ein Investor ungeachtet des Kapitalschutzes eine Einbusse, wenn der Kurs des Basiswerts während der Laufzeit unter das Kapitalschutzniveau sinkt und er das Produkt vorzeitig verkauft.<sup>924</sup> Der entsprechende Kapitalschutz wird mittels einer Obligation bzw. Anleihe und einer Call-Option gewährleistet.<sup>925</sup> Letztere lässt den Anleger an einer positiven Kursentwicklung des Basiswerts (z. B. Aktie) partizipieren, während die festverzinsliche Anlage für die garantierte Rückzahlung des Nominalbetrags sorgt.<sup>926</sup> Kapitalgeschützte Produkte können weiter in Kapitalschutz-Zertifikate mit Partizipation, Wandel-Zertifikate, Kapitalschutz-Zertifikate mit Barriere und Kapitalschutz-Zertifikate mit Coupon unterteilt werden.<sup>927</sup>

---

<sup>921</sup> FINMA-FAQ Strukturierte Produkte Ziff. 4.

<sup>922</sup> Für weitere Kategorisierungen vgl. bei ENDER N 154 ff.

<sup>923</sup> SCHALLER, strukturierte Produkte 103 f.; WILDING/VOLKART 814 f.; JUTZI/SCHÄREN, Kollektiv-anlagenrecht § 17 N 797.

<sup>924</sup> ENDER N 155.

<sup>925</sup> SCHALLER, strukturierte Produkte 103.

<sup>926</sup> SCHALLER, strukturierte Produkte 103.

<sup>927</sup> Vgl. dazu ENDER N 158 ff.

## b. Produkte mit Maximalrendite

Mit Renditeoptimierungsprodukten kann auch bei einer geringen Kursentwicklung wie leicht steigendem oder leicht sinkendem Basiswert eine ansprechende Rendite erzielt werden.<sup>928</sup> Sie kennzeichnen sich durch eine begrenzte Maximalrendite sowie durch einen fehlenden Schutz vor erheblichen Kursverlusten des Basiswerts.<sup>929</sup> Diese Produkte bieten grundsätzlich nur einen Schutz «ad interim».<sup>930</sup> Dies wird darauf zurückgeführt, dass sie die Einflussnahme von Kursrückgängen im Basiswert auf den Wert des strukturierten Produkts innerhalb einer bestimmten Kursspanne etwas hinausschieben, jedoch nicht vollumfänglich aufzufangen vermögen.<sup>931</sup> Insofern bleibt der Anleger im Unterschied zu Kapitalschutzprodukten grundsätzlich dem Risiko eines Totalverlusts ausgesetzt.<sup>932</sup> In der Praxis bestehen unterschiedlichste Variationen von Renditeoptimierungsprodukten.<sup>933</sup>

379

## c. Zertifikate

Zertifikate kennzeichnen sich dadurch, dass sie eine unmittelbare Partizipation am Kursverlauf des Basiswerts erlauben.<sup>934</sup> Bei diesen Produkten ist weder die Rendite noch das Kapital gegen einen möglichen Kursverlust geschützt. Mit der Partizipationsrate wird festgelegt, zu welchem Prozentsatz der Anleger an der Performance des Underlyings teilnimmt.<sup>935</sup> Grundsätzlich bildet ein Partizipationsprodukt die Entwicklung des Basiswerts eins zu eins ab. Die Anleger von Partizipationszertifikaten kommen in den Vorteil, dass eine Investition in Titel und Märkte ermöglicht wird (z.B. Rohstoffe, Immobili-

380

---

<sup>928</sup> ENDER N 162.

<sup>929</sup> WILDING/VOLKART 815; SCHALLER, strukturierte Produkte 103.

<sup>930</sup> So SCHALLER, strukturierte Produkte 103.

<sup>931</sup> SCHALLER, strukturierte Produkte 103.

<sup>932</sup> WILDING/VOLKART 815; SCHALLER, strukturierte Produkte 104.

<sup>933</sup> Es kann namentlich zwischen Discount-Zertifikaten, Discount-Zertifikaten mit Barriere, Reverse Convertibles, Barrier Reverse Convertibles und Express-Zertifikaten unterschieden werden, vgl. bei ENDER N 162 ff., JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 17 N 798 m.w.H.

<sup>934</sup> ENDER N 168; JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 17 N 799; WILDING/VOLKART 815.

<sup>935</sup> ENDER N 168.

lien), die für Anleger ansonsten schwer zugänglich sind.<sup>936</sup> Zertifikate können unterteilt werden in Tracker-Zertifikate, Outperformance-Zertifikate, Bonus-Zertifikate, Bonus-Outperformance-Zertifikate und Twin-Win-Zertifikate.<sup>937</sup>

## 4. Strukturierte Produkte und der KAG-Geltungsbereich

### 4.1 Grundsätzliche Ausnahme strukturierter Produkte vom KAG-Geltungsbereich

- 381 Generell werden strukturierte Produkte als Schuldverschreibungen von in- und ausländischen Banken emittiert.<sup>938</sup> Der Anleger erwirbt dabei eine Forderung gegen den Emittenten, welcher den Emissionserlös auf der Passivseite seiner Bilanz als Fremdkapital verbucht.<sup>939</sup> Der Emittent ist in der Verwendung der erhaltenen Mittel frei und kann das mit dem strukturierten Produkt übernommene Risiko absichern.<sup>940</sup> Da Anleger das volle Ausfallrisiko des Emittenten tragen bedeutet dies, dass kein Sondervermögen gebildet wird und damit grundsätzlich ein Merkmal der Legaldefinition der kollektiven Kapitalanlage fehlt. Das Produkt verkörpert im Unterschied zu kollektiven Kapitalanlagen keinen Anteil an einem Sondervermögen, sondern der Emittent haftet vielmehr für das durch den Anleger investierte Kapital.<sup>941</sup>
- 382 In letzter Zeit weisen strukturierte Produkte jedoch vermehrt «fondsähnliche Eigenschaften» auf und zielen partiell darauf ab, die Funktionen kollektiver Kapitalanlagen konzeptionell zu «kopieren».<sup>942</sup> In diesem Zusammenhang ergeben sich in der Praxis zunehmend schwierige Abgrenzungsfälle.
- 383 Hinzu kommt, dass strukturierte Finanzinstrumente oft dem gleichen Zielpublikum angeboten werden wie kollektive Kapitalanlagen, und sich von der Anlagepolitik und dementsprechend vom Marktrisiko-/Renditeprofil her vielfach

---

<sup>936</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 17 N 799; WILDING/VOLKART 815.

<sup>937</sup> Vg. dazu eingehend ENDER N 168.

<sup>938</sup> Mit einer Schuldverschreibung erwirbt ein Anleger ein individuelles Forderungsrecht im Sinne eines vermögensmässigen Anspruchs auf Bezahlung einer verzinslichen Geldleistung, vgl. eingehend zum Begriff der Schuldverschreibung und der Obligation ENDER N 82 ff.

<sup>939</sup> Botschaft KAG 2005 6415.

<sup>940</sup> Botschaft KAG 2005 6415.

<sup>941</sup> ENDER N 153.

<sup>942</sup> So JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 17 N 803. Vgl. auch Botschaft KAG 2005 6416.

kaum von kollektiven Kapitalanlagen unterscheiden.<sup>943</sup> Anders als die Produzenten von kollektiven Kapitalanlagen sind jedoch die Emittenten von strukturierten Produkten in der vertraglichen Ausgestaltung ihrer Beziehungen mit den Investoren weitgehend frei.<sup>944</sup>

## 4.2 Abgrenzungsfragen

Fraglich ist, welche Bezugspunkte strukturierte Produkte i.S.v. Art. 70 FIDLEG zu kollektiven Kapitalanlagen i.S.v. Art. 7 Abs. 1 aufweisen. Im Jahr 2014 wurden in einem FINMA-FAQ Dokument eher ergebnislos Kriterien dargelegt, mit denen eine Abgrenzung kollektiver Kapitalanlagen zu strukturierten Produkten zu erfolgen habe.<sup>945</sup> 384

Dabei stellt sich die FINMA auf den Standpunkt, dass die formell-rechtliche Erfüllung der Begriffsmerkmale der kollektiven Kapitalanlagen diese von strukturierten Produkten abgrenze.<sup>946</sup> Der Entscheid eines Emittenten über die rechtliche Ausgestaltung des Produkts als strukturiertes Produkt oder der Entscheid einer Fondsleitung über die rechtliche Ausgestaltung des Produkts als kollektive Kapitalanlage habe je vor der Lancierung zu erfolgen und wäre den Anlegern zu kommunizieren.<sup>947</sup> 385

Der Bundesrat ging seinerseits über diese Lösung hinaus und versuchte, das Abgrenzungsproblem im Verhältnis zu den kollektiven Kapitalanlagen zumindest rudimentär zu lösen, indem er in Anlehnung an ein damaliges Positionspapier der EBK (in nicht abschliessender Weise) Abgrenzungskriterien kodifizierte. Als massgebende Kriterien für eine Nichtunterstellung sollte danach insb. die Verbuchung des Emissionserlöses auf der Passivseite der Bilanz, eine feste Laufzeit des Produktes und ein fehlender Rechtsanspruch auf Rückzahlung der Forderung zum Nettoinventarwert sein. Im Rahmen der parlamenta- 386

---

<sup>943</sup> Botschaft KAG 2005 6415. Vgl. dazu auch EGGEN, Produktregulierung 167.

<sup>944</sup> EGGEN, Produktregulierung 167 f.

<sup>945</sup> FINMA-FAQ Strukturierte Produkte Ziff. 3.

<sup>946</sup> FINMA-FAQ Strukturierte Produkte Ziff. 3.

<sup>947</sup> Ein Einschreiten der FINMA bleibe bei einem Missbrauch der Rechtsform wie auch bei Verletzung der Transparenzvorschriften vorbehalten. Dies wäre dann der Fall, wenn z.B. ein strukturiertes Produkt als «Anlagefonds bzw. kollektive Kapitalanlage» bezeichnet würde oder eine Täuschung irgendwelcher Art vorliege, z.B. wenn ein strukturiertes Produkt als von der Aufsichtsbehörde genehmigt bzw. überwacht gekennzeichnet werde, vgl. FINMA-FAQ Strukturierte Produkte Ziff. 3.

rischen Beratungen wurden die vom Bundesrat vorgeschlagenen Abgrenzungskriterien jedoch wieder abgelehnt und mit einer beispielhaften Aufzählung ersetzt.<sup>948</sup>

387 Wählt der Emittent somit formell die rechtliche Form eines strukturierten Produktes, so schreitet die FINMA aus dem Blickwinkel des FIDLEG einzig noch bei Missbräuchen bei der Etikettierung ein.<sup>949</sup> In Ermangelung kodifizierter Kriterien kann die Abgrenzung strukturierter Produkte von kollektiven Kapitalanlagen somit nur im Einzelfall anhand der Tatbestandsmerkmale von Art. 7 Abs. 1 vorgenommen werden.

#### a. Strukturierte Produkte und der Tatbestand einer kollektiven Kapitalanlage

388 Zunächst gilt festzuhalten, dass bei der Emission eines strukturierten Produkts kein Vermögen i.S.v. Art. 7 Abs. 1 vorliegt.<sup>950</sup> Grund hierfür ist, dass der Emissionserlös als Fremdkapital in der Bilanz des Emittenten erscheint.<sup>951</sup> Wie weiter oben ausgeführt, zeichnen sich kollektive Kapitalanlagen demgegenüber dadurch aus, dass die Anleger an Vermögen und Ertrag des vertraglichen Anlagefonds bzw. der gesellschaftsrechtlich organisierten Kapitalanlage beteiligt sind, was eine blossе Gläubigerstellung ausschliesst.<sup>952</sup>

389 Weiter oben wurde zudem dargelegt, dass die gemeinschaftliche Kapitalanlage auf einen Zusammenschluss mehrerer Beteiligter zurückgeht, die ihr Vermögen auf eine Art und Weise verwalten lassen, dass möglichst eine Ertragserzielung und/oder ein Wertzuwachs bzw. eine Werterhaltung erzielt wird.<sup>953</sup> Bei strukturierten Produkten liegt hingegen eine andere Ausgangslage vor. Namentlich ist der Emittent hier nicht dazu gehalten, den Emissionserlös in einer vorbestimmten Art und Weise zu verwenden. Auch ist der Emittent nicht dazu verpflichtet, die Mittel im Interesse der Anleger anzulegen.<sup>954</sup>

---

<sup>948</sup> Vgl. SCHÄREN, Unterstellungsfragen 181.

<sup>949</sup> SCHÄREN, Unterstellungsfragen 183.

<sup>950</sup> Vgl. dazu oben, [N 246 ff.](#)

<sup>951</sup> HUTTERLI N 201 ff.; BSK KAG-BISCHOF/LAMPRECHT/SCHWOB, Art. 5 N 16; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 183 f.

<sup>952</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 17 N 804, vgl. dazu oben, [N 343 ff.](#)

<sup>953</sup> Vgl. dazu oben, [N 271.](#)

<sup>954</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 17 N 805; BSK KAG-BISCHOF/LAMPRECHT/SCHWOB, Art. 5 N 17; SCHÄREN, Unterstellungsfragen 185 f.

Aus den oben erfolgten Untersuchungen zum Begriff der Fremdverwaltung i.S.v. Art. 7 Abs. 1 geht zudem hervor, dass die Fremdverwaltung einen eigenverantwortlichen Entscheid über den Kauf bzw. Verkauf von Anlagen erfordert.<sup>955</sup> Da das sog. financial engineering bei strukturierten Produkten vor der Emission stattgefunden hat, weisen strukturierte Produkte eine weitestgehend passive Natur auf.<sup>956</sup> Ihre Struktur und Funktionsweise ist vorbestimmt und Verwaltungshandlungen im Nachhinein seitens des Emittenten sind weder zulässig noch notwendig.<sup>957</sup> Insofern erfüllen strukturierte Produkte nicht sämtliche Begriffsmerkmale der kollektiven Kapitalanlage gem. Art. 7 Abs. 1. 390

#### b. Angebot eines strukturierten Produkts und Angebot einer kollektiven Kapitalanlage

Fraglich ist auch, unter welchen Voraussetzungen ein strukturiertes Produkt, das sich auf eine oder mehrere kollektive Kapitalanlagen bezieht, als ein indirektes Angebot einer kollektiven Kapitalanlage zu qualifizieren ist. Unter dem alten KAG-Vertriebsregime hat die FINMA im bereits erwähnten FAQ-Dokument folgende Stellung bezogen: 391

Sofern der Wert eines strukturierten Produkts zu mehr als einem Drittel (33,3%) von einer kollektiven Kapitalanlage abhängt, so war dies als ein indirekter Vertrieb einer kollektiven Kapitalanlage zu qualifizieren.<sup>958</sup> Diese Grenze bezog sich bei passiven (statischen und nicht statischen) Produkten auf den Zeitpunkt der Emission.<sup>959</sup> Spätere Anpassungen, aufgrund derer die Grenze überschritten wird, wurden als unbedenklich qualifiziert, solange diese Anpassungen im Voraus definierten Regeln folgten. 392

Einen indirekten Vertrieb einer kollektiven Kapitalanlage qualifizierte die FINMA dann als zulässig, wenn die kollektive Kapitalanlage selbst den entspre- 393

---

<sup>955</sup> Vgl. dazu oben, [N 271](#).

<sup>956</sup> Zu den diesbezüglichen Ausnahmen im Zusammenhang mit aktiv dynamisch verwalteten Zertifikaten vgl. JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 17 N 806 f.; BSK KAG-BISCHOF/LAMPRECHT/SCHWOB, Art. 5 N 18. Partiiell abweichend SCHÄREN, welcher sich für das Vorliegen des Fremdverwaltungsriteriums bei dynamisch verwalteten strukturierten Produkten ausspricht, vgl. SCHÄREN, Unterstellungsfragen 191.

<sup>957</sup> JUTZI/SCHÄREN, Kollektivanlagenrecht § 17 N 806 f.; BSK KAG-BISCHOF/LAMPRECHT/SCHWOB, Art. 5 N 18.

<sup>958</sup> FINMA-FAQ Strukturierte Produkte Ziff. 6.

<sup>959</sup> Vgl. zu statischen und dynamischen strukturierten Produkten oben, [N 370](#).

chenden Anlegern angeboten werden durfte sowie die für sie massgeblichen übrigen gesetzlichen Anforderungen an den Vertrieb erfüllt waren. Dies bedeutet, dass ein strukturiertes Produkt, dessen Wert zu 100% von

- einer schweizerischen kollektiven Kapitalanlage abhängt, welche von der FINMA als kollektive Kapitalanlage für nicht qualifizierte Anleger genehmigt wurde, an nicht qualifizierte Anleger vertrieben werden durfte;
- einer ausländischen kollektiven Kapitalanlage abhängt, welche von der FINMA zum Vertrieb an nicht qualifizierte Anleger genehmigt wurde, an nicht qualifizierte Anleger vertrieben werden durfte;
- einer schweizerischen kollektiven Kapitalanlage abhängt, welche von der FINMA als kollektive Kapitalanlage für qualifizierte Anleger genehmigt wurde, ausschliesslich an qualifizierte Anleger vertrieben werden durfte;
- einer ausländischen kollektiven Kapitalanlage abhängt, welche ausschliesslich qualifizierten Anlegern offensteht und die Voraussetzungen von Art. 120 Abs. 4 aKAG erfüllt, ausschliesslich an qualifizierte Anleger vertrieben werden durfte.<sup>960</sup>

---

<sup>960</sup> FINMA-FAQ Strukturierte Produkte Ziff. 6.



## § 19 Exkurs: Distributed Ledger Technologie und kollektive Kapitalanlagen

In einer Wegleitung zu Unterstellungsanfragen betreffend Initial Coin Offerings (ICOs), hat die FINMA bereits 2018 verkündet, dass die Bestimmungen des Kollektivanlagerechts einschlägig sind, sofern die im Rahmen eines ICOs entgegengenommenen Mittel fremdverwaltet werden.<sup>961</sup> Davon abgesehen ist am 1. August 2021 der Mantelerlass zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Distributed Ledger Technology (DLT) in Kraft getreten.<sup>962</sup> 394

Nachdem zuerst einige der zentralen Begriffe im Zusammenhang mit DLT-Technologien knapp bestimmt werden, soll nachfolgend mit wenigen Worten erörtert werden, welchen Bezug DLT-Technologien (insb. im Zusammenhang mit ICOs und «Dezentralen Autonomen Organisationen» [DAO]) zu kollektiven Kapitalanlagen i.S.v. Art. 7 Abs. 1 haben. 395

### 1. Distributed-Ledger und Blockchain Technologie

#### 1.1 Allgemeine Einführung

Der Begriff der Distributed Ledger Technology (DLT) bezieht sich auf verteilte Register, wobei die einzelnen Systeme sehr unterschiedlich ausgestaltet werden können.<sup>963</sup> DLT- und Blockchain-Technologien ermöglichen eine gemeinschaftliche Buchführung mit Teilnehmern, die einander nicht vertrauen, sich nicht kennen und nicht wissen, wie viele andere Teilnehmende im System sind.<sup>964</sup> Dabei wird es individuellen Teilnehmern (sog. Nodes) ermöglicht, innerhalb eines Systems Operationen vorzuschlagen, zu validieren und in einem synchronisierten Datensatz (Ledger) zu speichern, der auf alle Nodes im System verteilt ist.<sup>965</sup> Die Blockchain ist dabei eine mögliche Form, wie die Daten in einem solchen System abgelegt werden können. Operationen wie beispielsweise Transaktionen werden in einem Block zusammengefasst und dieser 396

---

<sup>961</sup> FINMA Wegleitung ICOs 6; vgl. auch FINMA-Mitteilung 04/2017 3.

<sup>962</sup> Vgl. sogleich unten, [N 397](#).

<sup>963</sup> Botschaft DLT 238.

<sup>964</sup> Botschaft DLT 238.

<sup>965</sup> Blockchain-Bericht 2018 18. Vgl. dazu auch BAKER/WERBACH 124 ff.; BALZLI 418 ff.; EGGEN, Chain of Contracts 4 ff.; MEYER/SCHUPPLI 205 f.; SCHREDER 29 ff.; HAYEN 9 ff., 32 ff.; HOFER 14 ff.; WEBER 299 ff.

Block wird an den letzten früher erstellten Block angereiht.<sup>966</sup> Damit können Operationen und Daten gespeichert werden, ohne dass diese zu einem späteren Zeitpunkt verändert werden können.<sup>967,968</sup>

## 1.2 DLT-Mantelerlass

- 397 Mit Inkrafttreten des Mantelerlasses zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Technik verteilter elektronischer Register am 1. August 2021 wurden zehn bestehende Bundesgesetze punktuell angepasst.<sup>969</sup> Aufgrund der sich «noch in einer rasanten Entwicklung befindenden Technologie» sieht der Bundesrat (noch) keine Notwendigkeit, um ein umfassendes, spezifisches DLT-Gesetz einzuführen.<sup>970</sup> Insb. wurde im FinfraG eine neue Bewilligungskategorie für «DLT-Handelssysteme» geschaffen, die sowohl im Handel- als auch im Bereich der Abrechnung, Abwicklung und Verwahrung Dienstleistungen anbieten können und nebst regulierten Finanzmarktaktintermediären auch Privatkunden offenstehen.<sup>971</sup>
- 398 Zwar weisen nach Ansicht des Bundesrates DLT-basierte Anwendungen zahlreiche Berührungspunkte zum Finanzmarktrecht, insb. auch zum Kollektivanlagenrecht auf. Allerdings, so der Bundesrat, würden derzeit keine grundsätzlichen Probleme im Finanzmarktrecht bestehen, die DLT-basierte Anwendungen spezifisch betreffen und grundlegende Anpassungen erforderlich machen würden.<sup>972</sup> Namentlich befinde sich die Nutzung von DLT im Bereich des Kollektivanlagenrechts noch in einem frühen Stadium, weshalb sich der Handlungsbedarf noch nicht abschliessend beurteilen lasse.<sup>973</sup> Allfällige Anpassungen des Kollektivanlagenrechts sollen demzufolge zu einem späteren Zeitpunkt geprüft werden. Allerdings weist der Bundesrat darauf hin, dass

---

<sup>966</sup> Blockchain-Bericht 2018 18.

<sup>967</sup> Blockchain-Bericht 2018 18.

<sup>968</sup> Jeder Person steht es offen, eine vollständige Kopie (full node) der Blockchain lokal auf ihrem Computer abzuspeichern und somit Teil des Netzwerks zu sein. Alle verbundenen Computer stellen sich permanent gegenseitig die Informationen zur Verfügung und führen das gemeinsame Register, vgl. MEYER/SCHUPPLI 206.

<sup>969</sup> Erläuterungen DLT-Verordnung 4.

<sup>970</sup> Botschaft DLT 240.

<sup>971</sup> Art. 73a Abs. 1 lit. a, Art. 73c Abs. 1 lit. e FinfraG.

<sup>972</sup> Botschaft DLT 248.

<sup>973</sup> Botschaft DLT 249.

spezifische Anliegen aus dem DLT-Bereich gegebenenfalls in die Teilrevision des KAG einfließen können, zu der der Bundesrat im Juni 2019 eine Vernehmlassung eröffnet hat.<sup>974</sup>

### 1.3 Zweck einer Blockchain

Die Blockchain stellt eine gesonderte Form eines Distributed Ledgers dar.<sup>975</sup> 399 Der Sinn einer Blockchain ist es, eine Transaktionsabwicklung «ohne Zwischenschaltung einer zentralen Instanz» wie einer Bank zu ermöglichen.<sup>976</sup> Deshalb werden in einer digitalen Datenbank Transaktionen erfasst, indem sie «mit einer kryptographischen Signatur versehen» und mit anderen Transaktionen zu einem «Block» zusammengefasst werden.<sup>977</sup> Die einzelnen Blöcke werden aneinandergereiht und bilden damit die Blockchain.<sup>978</sup>

Sowohl konventionelle Transaktionen wie auch dezentral abgewickelte Transaktionen weisen aus ökonomischer Sicht drei Bedingungen auf (Transaktionsfähigkeit, Transaktionslegitimität und Transaktionskonsens). Die Erfüllung dieser drei Bedingungen wird im konventionellen elektronischen Zahlungsverkehr normalerweise von einer Bank sichergestellt. So führt die Bank beispielsweise Buch darüber, wem welches Guthaben zusteht.<sup>979</sup> Die Blockchain-Technologie bietet die Möglichkeit, die Einhaltung der drei Transaktionsbedingungen ohne Einschaltung einer Bank zu gewährleisten.<sup>980</sup> 400

## 2. Initial Coin Offerings

Bei Initial Coin Offerings handelt es sich um eine digitale Form der öffentlichen Kapitalbesorgung.<sup>981</sup> Im Rahmen eines ICO werden Tokens geschaffen und erstmals in Umlauf gebracht. Für den Erwerb von Tokens überweisen Geldgeber sodann einen Betrag einer Kryptowährung auf ein Konto des Emittenten. Letzterer verpflichtet sich anschliessend vertraglich dazu, das Entgelt gem. den Ausgabebedingungen auf dem Whitepaper zu verwenden.<sup>982</sup> Die 401

<sup>974</sup> Botschaft DLT 249; vgl. auch GLARNER/TEVES 270.

<sup>975</sup> EGGEN, Chain of Contracts 5.

<sup>976</sup> MACCABE 2.

<sup>977</sup> EGGEN, Chain of Contracts 5.

<sup>978</sup> EGGEN, Chain of Contracts 5.

<sup>979</sup> MACCABE 2.

<sup>980</sup> MACCABE 2.

<sup>981</sup> MACCABE 11.

<sup>982</sup> MACCABE 11.

FINMA kategorisiert ICOs als eine digitale Form der öffentlichen Kapitalbeschaffung zu unternehmerischen Zwecken, die ausschliesslich über die Distributed-Ledger- bzw. Blockchain-Technologie erfolgt.<sup>983</sup> Investoren übertragen einen Betrag in virtueller Währung an die auf einer Blockchain generierte Adresse des ICO-Organisators. Im Gegenzug erhalten die Geldgeber Blockchain-basierte Coins bzw. Tokens, welche in einer Verbindung zu einem bestimmten Projekt oder Unternehmen des ICO-Organisators stehen.<sup>984</sup> Diese können auf einer in diesem Rahmen neu entwickelten Blockchain oder mittels eines sog. Smart Contract auf einer bereits bestehenden Blockchain geschaffen und dezentral gespeichert werden.<sup>985,986</sup>

- 402 Allgemein werden Ereignisse, die zur Schaffung neuer Token führen als Token Generating Events (TGEs) bezeichnet.<sup>987,988</sup> ICOs gelten als eine mögliche Ausgestaltung von TGEs. Eine ursprünglich bekannte Anwendung von ICOs betraf die Projekt- und Unternehmensfinanzierung. Obschon nach wie vor die weit verbreitete Auffassung besteht, dass ICOs ein attraktives Instrument zur Unternehmensfinanzierung sein können, sind ICOs seit Ende 2018 stark rückläufig. An die Stelle von ICOs sind Securities Token Offerings (STOs) bzw. Initial Exchange Offerings (IEOs) getreten, welche jedoch nicht dieselbe Bedeutung wie ICOs erlangt haben.<sup>989</sup>

### 3. Tokens

- 403 Als Token kann eine digitale Repräsentation eines Gutes bezeichnet werden. Aus einer technischen Sicht werden Tokens gemeinhin als digitale Informationseinheiten umschrieben.<sup>990</sup> Tokens gelten als das zugrundeliegende Handelsgut in Blockchain-Netzwerken, wobei prinzipiell allen Wertgegenständen ein digitales Äquivalent zugeordnet werden kann.<sup>991</sup> Aus technischer Sicht handelt es sich bei Tokens um digitale Informationseinheiten; aus ökonomi-

---

<sup>983</sup> FINMA-Mitteilung 04/2017 3.

<sup>984</sup> FINMA-Mitteilung 04/2017 3.

<sup>985</sup> FINMA Wegleitung ICOs 1.

<sup>986</sup> Vgl. zu den Smart Contracts sogleich unten, [N 413 ff.](#)

<sup>987</sup> RUTISHAUSER/KUBLI/WEBER 18.

<sup>988</sup> Vgl. zu Tokens sogleich unten, [N 403 ff.](#)

<sup>989</sup> KUHN 131.

<sup>990</sup> EGGEN, Token 559.

<sup>991</sup> RUTISHAUSER/KUBLI/WEBER 18. Vgl. eingehend zu den Tokens EGGEN, Token 559 ff.

scher Sicht stellen Tokens Werteinheiten dar.<sup>992</sup> Gewisse Autoren verwenden hingegen den Begriff Coin (z.B. Bitcoin oder Litecoin) als Synonym zum Tokenbegriff.<sup>993</sup>

Der Vorteil von Tokens liegt im Allgemeinen darin, dass digitale Repräsentationen einfach in Teile gestückelt werden können, während das Gut in der analogen Welt nicht so einfach gestückelt werden könnte. Der Prozess der digitalen Repräsentation eines Gutes und des Stückelns wird als «Tokenisierung» bezeichnet.<sup>994</sup> Die Tokenisierung von Kapitalanlagen wird grundsätzlich als sehr aussichtsreicher Anwendungsfall der Blockchain-Technologie angesehen. Zumal damit die aufwendigen Ausgabe- und Rücknahmeprozesse automatisiert werden können.<sup>995</sup> In der Praxis werden die verschiedenen Formen von Tokens nicht immer auseinandergehalten. Regelmässig erfüllen Tokens verschiedene Funktionen und haben deshalb eine «hybride Natur».<sup>996</sup>

404

### 3.1 Zahlungs-Token/Kryptowährungen

Bei Zahlungs-Token handelt es sich um Tokens, die keine Ansprüche gegenüber deren Emittenten vermitteln, sondern als Zahlungsmittel für den Erwerb von Waren oder Dienstleistungen dienen.<sup>997</sup> Der Wert eines Zahlungs-Tokens ergibt sich daraus, dass er von der Allgemeinheit als Währung akzeptiert wird. Da reine Kryptowährungen typischerweise keine Forderung gegenüber dem Emittenten begründen, nicht der kollektiven Kapitalanlage dienen und auch nicht fremdverwaltet werden, besteht grundsätzlich Einigkeit darüber, dass Kryptowährungen im Normalfall keine kollektive Kapitalanlagen darstellen.<sup>998</sup> Insofern ist das Kollektivanlagenrecht auch im Rahmen der eigentlichen Schaffung und des öffentlichen Angebots von reinen Kryptowährungen nicht anwendbar.<sup>999</sup>

405

Da Zahlungs-Token als Zahlungsmittel konzipiert sind und der wirtschaftlichen Funktion nach keine Analogie zu traditionellen Effekten ausweisen, behandelt die FINMA Zahlungs-Token nicht als Effekten. Dies sei konsistent mit

406

<sup>992</sup> MACCABE 8.

<sup>993</sup> So MACCABE 8.

<sup>994</sup> RUTISHAUSER/KUBLI/WEBER 18.

<sup>995</sup> LUTHIGER/KUHN 217.

<sup>996</sup> EGGEN, Token 561.

<sup>997</sup> MACCABE 9. Eingehend zu Zahlungs-Token im Zusammenhang mit Bitcoin und der Blockchain-Technologie vgl. BURNISKE/TATAR 11 ff.; EGGEN, Token 560.

<sup>998</sup> BALZLI 440, 448, 450.

<sup>999</sup> BALZLI 450.

der bestehenden Praxis betreffend Bitcoin und Ether. Die Aufsichtsbehörde hat jedoch bereits angekündigt, dass wenn eine künftige Rechtsprechung erginge, oder sich aus dem Willen des Gesetzgebers eine Qualifikation von Zahlungstoken als Effekten schliessen liesse, die FINMA ihre Praxis anpassen würde.<sup>1000</sup>

### 3.2 Nutzungs-Token

- 407 Ein Nutzungstoken vermittelt seinem Inhaber Zugang zu einer digitalen Nutzung oder Dienstleistung, die unter Benutzung einer Blockchain-Infrastruktur erbracht wird.<sup>1001</sup>
- 408 Auch Nutzungs-Token qualifiziert die FINMA grundsätzlich nicht als Effekten. Dies gilt zumindest dann, «wenn der Token ausschliesslich einen Anspruch auf Zugang zu einer digitalen Nutzung oder Dienstleistung vermittelt und der Nutzungs-Token im Zeitpunkt der Ausgabe in diesem Sinne einsetzbar ist».<sup>1002</sup> In diesen Konstellationen steht nach Ansicht der FINMA die Realerfüllung des Anspruchs auf Zugang zur digitalen Nutzung oder Dienstleistung im Vordergrund. Der für Effekten typische Kapitalmarktbezug bleibe bei dieser Sachlage aus.<sup>1003</sup>

### 3.3 Anlage-Token

- 409 Von einem Anlage-Token spricht man, wenn der Token Vermögenswerte ausserhalb der Blockchain abbildet.<sup>1004</sup> Zumeist handelt es sich hierbei um das Eigentum, Forderungen oder Mitgliedschaftsrechte.<sup>1005</sup> Sie werden grundsätzlich eingesetzt, um die Übertragung von Vermögenswerten in der realen Welt zu erleichtern oder sicherer zu machen.<sup>1006</sup>
- 410 Anlage-Tokens stellen digitale Vermögenswerte dar und bilden gleichzeitig reale Rechtspositionen ab. Eine derartige Entmaterialisierung von Rechtsposi-

---

<sup>1000</sup> FINMA Wegleitung ICOs 4.

<sup>1001</sup> MACCABE 9; EGGEN, Token 560 f.

<sup>1002</sup> FINMA Wegleitung ICOs 4.

<sup>1003</sup> FINMA Wegleitung ICOs 4.

<sup>1004</sup> MACCABE 8.

<sup>1005</sup> MACCABE 8.

<sup>1006</sup> EGGEN, Token 561.

tionen ist bereits aus dem Wertpapierrecht bekannt: Die Entwicklung des Wertpapierhandels begann mit der Verbriefung von Rechten i.S.v. Art. 965 OR, wodurch Wertpapiere umlauffähig gemacht wurden.<sup>1007</sup>

Aus der Perspektive des Emittenten besteht der Rationalisierungseffekt namentlich darin, dass die bei einer Emission oder Übertragung von Beteiligungsrechten regelmässig involvierte Drittparteien wegfallen. Somit kann ein Emittent auf ein traditionelles IPO verzichten und Beteiligungsrechte direkt über die Blockchain herausgeben.<sup>1008</sup> Zudem kann der Emittent auf die Erzeugung von Bucheffekten verzichten und währenddessen auf der Blockchain Wertrechte herausgeben, zumal das Wertrechtebuch auch digital auf einer Blockchain geführt werden kann.<sup>1009</sup> 411

Der Investor kann infolgedessen Vermögenswerte übertragen, ohne auf eine Drittpartei wie etwa eine Bank vertrauen zu müssen. Zudem erhöht die «Universalität der Blockchain» die Umlauffähigkeit der darauf gehandelten Vermögenswerte. Dies, zumal die Erstellung eines sog. Wallets und der damit einhergehende Anschluss an das System jedermann offen steht.<sup>1010</sup> 412

## 4. Smart Contracts

### 4.1 Begriff und Funktion

Smart Contracts sind Berechnungen oder Validierungen, die als Teil von Transaktionen ausgeführt werden können.<sup>1011</sup> Damit können Transaktionen beeinflusst werden, indem für die Ausführung einer Transaktion gewisse Bedingungen aufgestellt werden. Entgegen einer naheliegenden ersten Vermutung handelt es sich bei Smart Contracts also nicht um Verträge im rechtlichen Sinne.<sup>1012</sup> Vielmehr geht es um Programme, die es ermöglichen, Prozessabläufe zu automatisieren und die korrekte Ausführung vertraglicher Beziehungen sicherzustellen.<sup>1013</sup> 413

<sup>1007</sup> Vgl. dazu eingehend MACCABE 3.

<sup>1008</sup> MACCABE 4.

<sup>1009</sup> MACCABE 4.

<sup>1010</sup> MACCABE 5.

<sup>1011</sup> RUTISHAUSER/KUBLI/WEBER 18.

<sup>1012</sup> MEYER/SCHUPPLI 207.

<sup>1013</sup> RUTISHAUSER/KUBLI/WEBER 18. Vgl. eingehend zum Begriff der Smart Contracts EGGEN, Smart Contracts 158 ff.; MEYER/SCHUPPLI 207 ff.

- 414 Neben Daten kann man in Blockchains auch dezentral ausführende Programmcodes ablegen. Diese Smart Contracts werden durch Operationen angestossen und führen dabei vordefinierte Rechnungen aus, welche die Interaktion von verschiedenen Personen ohne die Notwendigkeit gegenseitigen Vertrauens ermöglichen.<sup>1014</sup> Stattdessen fungieren Smart Contracts bzw. deren zugrunde liegende dezentralisierte Technologie als Vertrauensgeber, indem dem Smart Contract eine Art «unabhängige Vermittlerrolle» zukommt.<sup>1015</sup> Die Automatisierung der Vertragsabwicklung über einen Smart Contract vermag demzufolge das Vertrauen der Parteien in die gegenseitige Vertragserfüllung partiell zu substituieren.<sup>1016</sup> MEYER/SCHUPPLI sehen Smart Contracts demgemäss als digitale Programme, die sich gestützt auf Blockchain beim Eintritt gewisser Bedingungen «selbst ausführen und aufgrund der dezentralen und kryptografischen Ausgestaltung der Blockchain selbstdurchsetzend und manipulationssicher sind».<sup>1017</sup>
- 415 Es gibt auch decentralized finance-Applikationen, bei denen Token durch dezentral betriebene Smart Contracts gehalten werden. Da jedoch Programmcodes nach schweizerischem Recht nicht Adressaten aufsichtsrechtlicher Vorschriften sein können, und es zudem keine identifizierbaren Betreiber von Smart Contracts gibt, «greift die Regulierung ins Leere».<sup>1018</sup>

## 4.2 Einsatz von Smart Contracts im Bereich kollektiver Kapitalanlagen

- 416 Ob der Einsatz von Smart Contracts heute mit den auf kollektive Kapitalanlagen anwendbaren Gesetzen (KAG/FIDLEG/FINIG) vereinbart werden kann, kommt auf den jeweiligen Einsatzbereich und die Funktion des Smart Contracts an. Theoretisch, d.h. rein mit Blick auf das technisch Machbare, wäre etwa der Einsatz von Smart Contracts als Fondsleitung i.S.v. 32 ff. FINIG nicht auszuschliessen.<sup>1019</sup> Rechtlich wäre dies jedoch bereits deshalb nicht möglich,

---

<sup>1014</sup> LUTHIGER/KUHN 222.

<sup>1015</sup> LUTHIGER/KUHN 222.

<sup>1016</sup> EGGEN, Smart Contracts 174.

<sup>1017</sup> MEYER/SCHUPPLI 208.

<sup>1018</sup> LUTHIGER/KUHN 222.

<sup>1019</sup> Vgl. RÜFENACHT 14; HESS/SPIELMANN 192.



da die Geschäftsführung einer Fondsleitung durch eine Person besorgt werden muss,<sup>1020</sup> und Handlungsfähigkeit nur natürlichen und juristischen Personen, nicht jedoch reinen Datensätzen zugesprochen wird.<sup>1021</sup>

## 5. Abbildung von kollektiven Kapitalanlagen auf einer Blockchain

Gewisse Autoren schliessen nicht aus, dass kollektive Kapitalanlagen i.S.v. Art. 7 Abs. 1, inklusive der Funktionen, welche den für den Betrieb, die Verwaltung, die Verwahrung und das Anbieten einer kollektiven Kapitalanlage erforderlich sind, auf einer Blockchain abgebildet werden können.<sup>1022</sup> Dies stehe im Einklang mit den Entwicklungen rund um sog. «Dezentrale Autonome Organisationen» (DAO). Dies sind Strukturen, in welche Investoren eine Kryptowährung einzahlen und dafür Token erhalten, welche ihnen Mitbestimmungsrechte gewähren. Die Gemeinschaft der Inhaber von Token (d.h. die Investoren) könnten sodann mittels e-Voting entscheiden, wie die gesammelten Mittel eingesetzt werden sollen. Dabei handelt es sich beim e-Voting um ein vordefiniertes und im Softwarecode festgelegtes Abstimmungsverfahren.<sup>1023</sup> Ist der Entscheid einmal getroffen, so übernimmt ein Smart Contract die Ausführung.<sup>1024</sup> Anders als gewöhnliche Unternehmen kommt eine DAO ohne Firmenleitung, d.h. ohne ein Leitungsgremium und ohne Firmensitz aus.<sup>1025</sup> 417

Fraglich ist in diesem Zusammenhang, ob DAOs rechtlich als kollektive Kapitalanlagen i.S.v. Art. 7 Abs. 1 qualifizieren. GLARNER/TEVES schliessen dies nicht aus, zumal vertraglich oder körperschaftliche organisierte Strukturen, die (hauptsächlich oder stillschweigend) die kollektive Kapitalanlage als Hauptzweck verfolgen «per se» unter den Begriff einer kollektiven Kapitalanlage fallen und den Anwendungsbereich des KAG eröffnen würden. 418

Auf der Basis der wohl bekanntesten DAO namens «The DAO» nimmt GYR eine eingehende finanzmarktrechtliche Einordnung vor, und stellt «The DAO» den Begriffsmerkmalen einer kollektiven Kapitalanlage i.S.v. Art. 7 Abs. 1 gegenüber: 419

---

<sup>1020</sup> Art. 33 Abs. 3 FINIG.

<sup>1021</sup> Vgl. RÜFENACHT 14; HESS/SPIELMANN 192.

<sup>1022</sup> GLARNER/TEVES 274.

<sup>1023</sup> GLARNER/TEVES 274.

<sup>1024</sup> GLARNER/TEVES 274.

<sup>1025</sup> Vgl. Zum ganzen GLARNER/TEVES 274.

## 5.1 Vermögen

- 420 Zunächst kommt die Autorin zum Schluss, dass das Kriterium des Vermögens gem. Art. 7 Abs. 1 bei «The DAO» gegeben sei, zumal die Tokens von «The DAO» mit Ether erworben werden und die Vermögensanlage folglich aus einer Kryptowährung bestehe. Diese wiederum haben einen Marktwert und können aufgrund ihrer Handelbarkeit als Vermögenswerte eingestuft werden.<sup>1026</sup>

## 5.2 Gemeinschaftliche Kapitalanlage

- 421 GYR zeigt sich jedoch bzgl. der Frage, ob «The DAO» auch die Kriterien der gemeinschaftlichen Kapitalanlage i.S.v. Art. 7 Abs. 1 erfüllen skeptischer. Namentlich sei fraglich, ob der Zweck von «The DAO» hauptsächlich auf die Vermehrung oder aber auf den Erhalt der eingebrachten Vermögenswerte ziele. Für eine Vermehrung der Vermögenswerte spreche, dass ausschliesslich Investitionstätigkeiten vorgenommen werden und ein Gewinnausschüttungsmechanismus vorgesehen sei.<sup>1027</sup> Dagegen wurde bei der Umschreibung des Zwecks von «The DAO» nicht explizit auf Ertrag oder Wertzuwachs eingegangen. Vielmehr stehe der Mechanismus der Organisation im Vordergrund. Man könne jedoch davon ausgehen, dass bei Investitionen jeweils eine Vermehrung des Vermögens angestrebt würde.<sup>1028</sup>
- 422 Bei der DAO «The DAO» würden zudem weitere Faktoren für das Vorliegen einer gemeinschaftlichen Kapitalanlage sprechen. Namentlich würden die Anteilseigner von «The DAO» Tokens erhalten, die als Platzhalter für die von ihnen eingebrachten Vermögenswerte (Ether) dienen, wodurch die Einlagen nicht mehr individualisierbar seien.<sup>1029</sup> Da die Bedingungen für den Erwerb der Tokens für alle Teilnehmer gleich sind, würden identische Verträge vorliegen. Zudem seien mehr als zwei Teilnehmer an «The DAO» beteiligt.<sup>1030</sup>
- 423 Eine Gesamtbetrachtung von «The DAO» ergebe überdies, dass sie selbst keine unternehmerische Tätigkeit ausübe. «The DAO» verfüge nur über eine minimale Organisationsstruktur, die im Softwarecode selbst hinterlegt sei.

---

<sup>1026</sup> GYR 14.

<sup>1027</sup> GYR 15.

<sup>1028</sup> GYR 15.

<sup>1029</sup> GYR 15.

<sup>1030</sup> GYR 15.

Gegenüber den Kapitalnehmern trete sie als demokratisch organisierte Investitionsplattform auf, in der die Mitglieder bestimmen können, worin investiert wird.<sup>1031</sup>

### 5.3 Gleichmässige Befriedigung der Anlegerbedürfnisse

Da die hinterlegten Regeln für sämtliche Teilnehmer die gleichen sind, konkludiert GYR, dass die Anforderungen an die gleichmässige Befriedigung der Anlegerbedürfnisse bei «The DAO» erfüllt sind. Dies gelte einerseits für den Erwerb von Tokens und die Ausübung von Stimmrechten und andererseits für die Rücknahme von Vermögenswerten.<sup>1032</sup> 424

### 5.4 Fremdverwaltung

Da das Mitspracherecht innerhalb von «The DAO» ein Kernelement der Organisation darstelle, verneint die Autorin das Vorliegen einer Fremdverwaltung bei der besagten Struktur. Zwar beziehe sich das Mitspracherecht ausschliesslich auf die Auswahl der Investitionsobjekte. Die Anlagepolitik und deren Mechanismen seien von Anfang an festgesetzt und die Mitglieder können darauf aufgrund der softwarebasierten Durchsetzung keinen Einfluss nehmen. Da jedoch die konkreten Anlageentscheide durch die Mitglieder von «The DAO» gefällt werden und lediglich die administrative Umsetzung von einem Computercode vorgenommen wird, schliesst die Autorin bei «The DAO» u.E. zurecht auf Selbst- und nicht auf Fremdverwaltung.<sup>1033</sup> 425

Dies scheint insb. deshalb sachgerecht, da bei DAO im Allgemeinen die den Investoren gewährten Mitbestimmungsrechte eine massgebende Rolle zu spielen scheinen. Insbesondere sollen die Investoren regelmässig mittels e-Voting entscheiden können, wie die gesammelten Mittel eingesetzt werden sollen.<sup>1034</sup> 426  
Zudem wird bei DAO ein Netzwerk diverser interagierender Smart Contracts erstellt, sodass verschiedene Personen zusammen dezentral, also ohne zentrale Instanz, Projekte verfolgen können.<sup>1035,1036</sup>

---

<sup>1031</sup> GYR 15.

<sup>1032</sup> GYR 15.

<sup>1033</sup> GYR 16.

<sup>1034</sup> GLARNER/TEVES 274.

<sup>1035</sup> MEYER/SCHUPPLI 208.

<sup>1036</sup> Vgl. zu Smart Contracts oben, [N 413 ff.](#)

## 6. Abbildung von Fondsanteilen auf einer Blockchain

- 427 Fraglich ist auch, ob Fondsanteile auf einer Blockchain dargestellt werden können. Namentlich könnten damit eine effizientere Abwicklung und Registerführung der Fondsanteile sowie eine verbesserte Handelbarkeit erzielt werden. Verschiedene Autoren machen in diesem Zusammenhang geltend, dass die Abbildung von Anteilen an einer kollektiven Kapitalanlage «nicht per se» unmöglich sei, zumal Anteile an kollektiven Kapitalanlagen – wie beispielsweise auch Aktien – auf einer Blockchain abgebildet werden können.<sup>1037</sup> In diesem Zusammenhang ist jedoch zu beachten, dass (mit Ausnahme der KmGK) alle kollektiven Kapitalanlagen über eine Depotbank verfügen müssen, der im Rahmen von Art. 73 Abs. 1 die Aufgabe zukommt, Anteile auszugeben und zurückzunehmen. Aus diesem Grund ist es zum jetzigen Zeitpunkt (noch) nicht möglich, durch eine Abbildung von Anteilen von kollektiven Kapitalanlagen auf der Blockchain auf eine Depotbank zu verzichten. Ob indessen die Funktion einer Depotbank mittels Blockchain ausgeübt werden kann, ist fraglich.
- 428 Unter geltendem Recht findet das Depotbankerfordernis für tokenisierte Anteile an kollektiven Kapitalanlagen Anwendung; auch der DLT-Mantelerlass sieht keine Aufweichung des Depotbankerfordernisses vor.<sup>1038,1039</sup> Nur wenige Banken bieten zum heutigen Zeitpunkt die Verwahrung von Kryptowährungen an. Dazu gehören etwa die SEBA Bank AG, die Sygnum Bank AG oder die Hypothekbank Lenzburg AG.<sup>1040</sup> Depotbanken müssen an Blockchain-Netzwerke angebunden sein, um die Ausgabe und Rücknahme der Fondsanteile als Registerwertrechte nach Art. 73 Abs. 1 besorgen zu können.<sup>1041</sup> Insofern kann die Frage, in welcher Form die Integration der Depotbank erfolgen muss, nicht abschliessend beantwortet werden. RÜFENACHT z.B. führt die Möglichkeit des Betriebs eines eigenen Netzwerkknotens (sog. full nodes) durch die Bank ins Feld, womit das ganze dezentrale Netzwerk lokal gesichert würde.<sup>1042</sup> Um tokenisierte Anteile kollektiver Kapitalanlagen handeln und mobilisieren zu können, etwa damit ein Bankkunde beim Wechsel von einer Bank zur anderen auch seine als Registerwertrechte ausgestalteten Fondsanteile in ein neues

---

<sup>1037</sup> GLARNER/TEVES 273.

<sup>1038</sup> Blockchain-Bericht 2018 135; RÜFENACHT 9.

<sup>1039</sup> Vgl. zum DLT-Mantelerlass oben, [N 397](#).

<sup>1040</sup> Vgl. dazu bei RÜFENACHT 9 f. m.w.H.

<sup>1041</sup> RÜFENACHT 10.

<sup>1042</sup> RÜFENACHT 10.

Depot übertragen kann, ist die Verknüpfung möglichst vieler Banken an einen zentralen Ledger nötig, z.B. an eine zentrale Marktinfrastruktur wie die SDX Digital Exchange der SIX Group.<sup>1043</sup>

## 7. Investitionen kollektiver Kapitalanlagen in Kryptoassets

### 7.1 Kollektivanlagenrechtliche Rahmenbedingungen

Im Zusammenhang mit Zahlungs-Token bzw. Kryptowährungen und krypto-  
basierten Vermögenswerten stellt sich schliesslich die Frage, ob schweizeri- 429  
sche kollektive Kapitalanlagen in digitale Anlagen wie Kryptowährungen in-  
vestieren dürfen. U.E. schliesst das KAG nicht aus, dass Token für gewisse  
Fondsarten als Anlage zugelassen werden können.<sup>1044</sup> Für Investitionen in di-  
gitale Anlagen kommt namentlich die Kategorie der übrigen Fonds für alterna-  
tive Anlagen gem. Art. 71, d.h. offene kollektive Kapitalanlagen, deren Anlagen,  
Struktur, Anlagetechniken (Leerverkäufe, Kreditaufnahme etc.) und -be-  
schränkungen ein für alternative Anlagen typisches Risikoprofil aufweisen, in  
Betracht. Die zulässigen Anlagen werden in Art. 99 KVV konkretisiert, wobei  
die Aufzählung nicht als abschliessend zu verstehen ist.<sup>1045</sup> Namentlich wird  
der FINMA in Art. 99 Abs. 3 KKV explizit die Möglichkeit eingeräumt, weitere  
Anlagen zuzulassen. Dies gilt nota bene auch für die SICAF.<sup>1046</sup> Insofern obliegt  
es in erster Linie der FINMA, kollektiven Kapitalanlagen auch die Anlage in  
Kryptowährungen und weitere Token zu gewähren.<sup>1047</sup>

Ungeklärt ist, ob auch die übrigen Fonds für traditionelle Anlagen gem. Art. 79 430  
tokenisierte Vermögenswerte verwalten dürfen. Ausschlaggebend dürfte das  
Risikoprofil der Anlage sein. Namentlich die Frage, ob das Risikoprofil ein für  
alternative Anlagen typisches Risikoprofil aufweist, dürfte im Vordergrund  
stehen. Mehrere Autoren stellen sich diesbezüglich auf den Standpunkt, dass  
es für Kryptowährungen wie Bitcoin gegenwärtig noch schwierig sein dürfte,  
als traditionelle Anlagen zu qualifizieren.<sup>1048</sup>

---

<sup>1043</sup> RÜFENACHT 10.

<sup>1044</sup> So auch GLARNER/TEVES 272.

<sup>1045</sup> Vgl. auch BSK KAG-DE ZORDI/HAEBERLI, Art. 71 N 10.

<sup>1046</sup> Vgl. 123 Abs. 2 KKV.

<sup>1047</sup> GLARNER/TEVES 272.

<sup>1048</sup> LUTHIGER/KUHN 217.

## 7.2 Crypto Market Index Fund

- 431 In einer jüngst ergangenen Medienmitteilung hat die FINMA darüber informiert, dass der erste Kryptofonds schweizerischen Rechts genehmigt wurde.<sup>1049</sup> Es handelt sich dabei um den «Crypto Market Index Fund», der in die Kategorie der übrigen Fonds für alternative Anlagen mit besonderem Risiko fällt.<sup>1050</sup> Das Angebot dieses Fonds ist auf qualifizierte Anleger beschränkt.
- 432 Die FINMA begründet die Genehmigung vornehmlich damit, dass neue Technologien nicht dazu genutzt werden sollen, um die bestehenden Regeln zu umgehen und dass die Schutzziele der Finanzmarktgesetze gewahrt werden müssten.<sup>1051</sup> Aufgrund der besonderen Risiken, die mit Kryptoassets einhergehen, knüpfte die FINMA im vorliegenden Fall die Genehmigung an besondere Kriterien. So darf der Fonds nur in etablierte Kryptoassets mit genügend grossem Handelsvolumen investieren.<sup>1052</sup> Zudem müssen die Anlagen über etablierte Gegenparteien und Plattformen erfolgen, die Sitz in einem Mitgliedsstaat der Financial Action Task Force (FATF) haben und entsprechenden Geldwäschereibestimmungen unterstellt sind. Auch für die in die Verwaltung und Verwahrung involvierten Institute statuierte die FINMA besondere Anforderungen mit Blick auf das Risikomanagement und das Reporting.<sup>1053</sup>

## 8. «Kryptoliberalisierung» von kollektiven Kapitalanlagen

- 433 Fraglich ist auch, ob nicht bloss der Fondsanteil i.S. eines Anlage-Tokens als Registerwertrecht auf der Blockchain ausgegeben werden kann, sondern ob dieser auch in Kryptowährungen bezahlt werden könnte.
- 434 Beim Anlagefonds erwerben Anleger mit Vertragsabschluss bzw. mit der Zeichnung und der Bar-Einzahlung (nach Massgabe der von ihnen erworbenen

---

<sup>1049</sup> FINMA Medienmitteilung vom 29. September 2021, abrufbar unter <[https://www.finma.ch/de/news/2021/09/20210929-mm-genehmigung-schweizer-kryptofonds/?pk\\_campaign=News-Service&pk\\_kwd=Genehmigung\\_des\\_ersten\\_Schweizer\\_Kryptofonds](https://www.finma.ch/de/news/2021/09/20210929-mm-genehmigung-schweizer-kryptofonds/?pk_campaign=News-Service&pk_kwd=Genehmigung_des_ersten_Schweizer_Kryptofonds)> (abgerufen am 29. September 2021).

<sup>1050</sup> Vgl. zu Indexfonds oben, [N 317 ff.](#)

<sup>1051</sup> FINMA Medienmitteilung vom 29. September 2021.

<sup>1052</sup> FINMA Medienmitteilung vom 29. September 2021.

<sup>1053</sup> FINMA Medienmitteilung vom 29. September 2021. Der Emittent des entsprechenden Fonds ist die «Crypto Finance AG», als Depotbank agiert die «SEBA Bank AG», vgl. Pressemitteilung der «Crypto Finance AG», abrufbar unter <<https://www.cryptofinance.ch/press/der-erste-regulierte-schweizer-crypto-fonds/>> (abgerufen am 29. September 2019).

Fondsanteile) eine Forderung gegen die Fondsleitung auf Beteiligung am Vermögen und am Ertrag des Anlagefonds.<sup>1054</sup> Bei der SICAV erhalten sie (wiederum nach Massgabe der von ihnen erworbenen Aktien) eine Beteiligung an der Gesellschaft und an deren Bilanzgewinn.<sup>1055</sup>

Die Liberierung des Ausgabepreises hat grundsätzlich durch Bareinlage bei der Depotbank oder eine andere Form von Geldüberweisung zu erfolgen.<sup>1056,1057</sup> Zum heutigen Zeitpunkt sieht das KAG somit grundsätzlich die Pflicht zur Bareinzahlung für die gezeichneten Fondsanteile vor. Kryptowährungen werden indes nicht als offizielle Währungen anerkannt und sind nicht als Geld im Sinne von gesetzlichen Zahlungsmitteln zu qualifizieren.<sup>1058,1059</sup> Dementsprechend gelten Einzahlungen in Kryptowährungen de lege lata nicht als Bareinlage i.S. des KAG. 435

Die Einlage von Sachwerten (sog. payment in kind) sowie eine Rücknahme (sog. redemption in kind) gegen Sachausgabe sind grundsätzlich vorbehaltlich einer vorgängigen Zustimmung der FINMA aufgrund einer ausdrücklichen Grundlage im Fondsreglement erlaubt.<sup>1060</sup> Eine Sacheinlage bzw. Sachauslage muss mit der Zeichnung oder Kündigung eines Fondsanteils beantragt werden.<sup>1061</sup> Die nicht vorhandene Möglichkeit, die Liberierung des Ausgabepreises durch eine Kryptowährung zu begleichen, könnte nach geltendem Recht somit – vorbehaltlich einer Zustimmung durch die FINMA – nur durch die Liberierung der gezeichneten Fondsanteile in Form einer Sacheinlage überwunden 436

---

<sup>1054</sup> Art. 78 Abs. 1 lit. a KAG.

<sup>1055</sup> Art. 78 Abs. 1 lit. b KAG.

<sup>1056</sup> BSK KAG-DU PASQUIER/RAYROUX, Art. 78 N 13.

<sup>1057</sup> Vgl. zur diesbezüglichen Ausnahme im Zusammenhang mit Einlagen von Sachwerten sogleich unten, [N 436](#).

<sup>1058</sup> RÜFENACHT 10.

<sup>1059</sup> Vgl. zu Kryptowährungen oben, [N 405 f.](#)

<sup>1060</sup> BSK KAG-DU PASQUIER/RAYROUX, Art. 78 N 13.

<sup>1061</sup> BSK KAG-DU PASQUIER/RAYROUX, Art. 78 N 30.

werden.<sup>1062</sup> Da Kryptowährungen indes erheblichen Kursschwankungen unterliegen, wird deren Bewertung im Zusammenhang mit Sacheinlagen und -auslagen eine Herausforderung darstellen.<sup>1063</sup>

---

<sup>1062</sup> RÜFENACHT 10 f.

<sup>1063</sup> RÜFENACHT schlägt in diesem Zusammenhang eine sog. «Effektiv»-Klausel im Fondsvertrag bzw. den Statuten vor. Damit würde festgelegt, dass die Leistung in virtueller Währung tatsächlich dem entsprechenden Gegenwert in staatlich anerkannter Währung entsprechen muss. Alternativ wird der Umweg über die Umrechnung der virtuellen Währung des Investors und die Liberierung des Gegenwertes in CHF durch die Depotbank angeführt, vgl. RÜFENACHT 12.





In der vorliegenden Publikation werden zentrale Unterstellungsfragen von Anlagegefäßen unter das Kollektivanlagenrecht im Lichte der bundesgerichtlichen Rechtsprechung analysiert und besprochen. Hierbei liegt ein besonderer Fokus auf der FIDLEG/ FINIG bedingten Teilrevision des KAG am 1. Januar 2020. Hinzu kommen die Neuerungen im Zusammenhang mit dem «Limited Qualified Investor Fund» sowie Anwendungsfragen im Kontext der «Distributed Ledger Technologie». Hierbei werden nicht nur die zentralen Anwendungsfälle der Ausnahmen vom KAG-Geltungsbereich behandelt, sondern auch die aufsichtsrechtliche Qualifikation von Sondervehikeln wie Exchange Traded Funds (ETF).