

# Achterbahnfahrt für Anlagegesellschaften

## *Bewusste Todesstösse für Investmentgesellschaften in der Schweiz?*

Von Peter V. Kunz\*

Anlagegesellschaften – auch Investmentgesellschaften genannt – haben für viele Zeitgenossen etwas Anrühiges an sich. Es überrascht deshalb kaum, dass diese Anlagevehikel weder in der Gesetzgebung noch in der Praxis über eine starke Lobby verfügen.

Investmentgesellschaften sind Gesellschaften, nicht Fonds, und zwar regelmässig Aktiengesellschaften (AG). Ihr zentraler Zweck liegt in Investments bzw. in Anlagetätigkeiten, ohne dass damit eine weitergehende unternehmerische Tätigkeit verbunden ist. Anlagegesellschaften, auch Investmentgesellschaften genannt, verfügen über keine spezifische Rechtsbasis oder Rechtsform. Eine tatsächliche Verwandtschaft von Anlagegesellschaften mit Anlagefonds kann trotz unterschiedlichen Rechtsgrundlagen sowie verschiedenen Organisationsstrukturen nicht bestritten werden. Der kleinste gemeinsame Nenner ist, dass es um kollektive Kapitalanlagen geht. Rechtlich besteht allerdings bei Fonds eine vertragliche Basis und bei Investmentgesellschaften eine gesellschaftliche Grundlage.

### Kotierte Gesellschaften als Spezialfall

Aktien von Investmentgesellschaften können zum Börsenhandel an der SWX Swiss Exchange zugelassen sein oder – wie die Mehrzahl – eben nicht. An der Schweizer Börse sind zurzeit 30 Anlagegesellschaften zugelassen in einem separaten Segment mit spezifischen Regeln; entsprechend unterstehen diese AG mit kotierten Aktien der «privaten Aufsicht» der Schweizer Börse und insbesondere nicht der Eidgenössischen Bankkommission (EBK). In die Kritik geraten kotierte Anlagegesellschaften, wenn deren Aktien mit einem Discount, also einem Kursabschlag zum ausgewiesenen inneren Wert bzw. Net Asset Value (NAV), gehandelt werden.

Anlagegesellschaften sind, was regelmässig unterschätzt wird, von erheblicher wirtschaftlicher Bedeutung. Diese Gesellschaften befinden sich zurzeit indes auf einer Achterbahn, was ihre Regulierung anbelangt. Gegenwärtig ist nämlich das Anlagefondsgesetz (AFG) noch nicht anwendbar, sondern ausschliesslich das Aktienrecht. Investmentgesellschaften sind von grossem Interesse für Gesetzgebung sowie Behördenpraxis – insbesondere in drei Bereichen.

Gemäss Botschaft des Bundesrates vom 23. September 2005 soll das AFG durch ein Bundesgesetz über kollektive Kapitalanlagen (KAG) abgelöst werden. Anders als das AFG wird das KAG auf Investmentgesellschaften anwendbar sein entsprechend dem Motto: «Same business – same risks – same rules»; das Prinzip ist sinnvoll, bringt indes für Investmentgesellschaft verschiedene neue Pflichten mit sich.

Anlagegesellschaften (neu SicaF – Sociétés d'investissement à capital fixe – genannt) sind künftig bewilligungspflichtig, haben Prospektpflichten, müssen Anlagebeschränkungen beachten und unterstehen der Aufsicht durch die EBK. Bis anhin kennen Investmentgesellschaften solche Pflichten (mit entsprechenden Kostenfolgen) nicht. Beim Wettbewerb von Anlagefonds und Anlagegesellschaften erscheinen diese Nachteile

aber nur dann unproblematisch, wenn ebenfalls die Vorteile von Fonds erlangt werden können. Investmentgesellschaften («closed end») sind allerdings gegenüber Anlagefonds («open end») bei der Flexibilität des Kapitals und besonders bei dessen Rückgabe an den Investor («exit» bzw. «redemption») benachteiligt. Eine Kapitalrückzahlung ist nur im komplizierten Verfahren einer Aktienkapital-Herabsetzung zulässig. Dieser Nachteil wird bis heute durch die fehlenden EBK-Pflichten (und die damit verbundenen Kosteneinsparungen) kompensiert. Sollte dieser Vorteil für Investmentgesellschaften eliminiert werden, überwiegen die Nachteile einer Gesellschaftsform gegenüber einem Fonds – der Nationalrat sprach sich am 7./8. März 2006 zwar nun gegen eine Unterstellung aus, doch dürfte das letzte Wort noch nicht gesprochen sein.

### Chancen der Aktienrechtsrevision

Das Aktienrecht ähnelt seit einigen Jahren einer unübersichtlichen, geradezu chaotischen Baustelle. Nunmehr soll eine grössere Revision des Obligationenrechts (OR) durchgeführt werden, die vom 2. Dezember 2005 bis Ende Mai 2006 in der Vernehmlassung ist. Investmentgesellschaften stehen dabei zwar nicht im Vordergrund, könnten aber mittelbare Nutzniesser sein, weil die Discount-Problematik relativiert wird.

Der Wert der kotierten Beteiligungspapiere einer Anlagegesellschaft kann dem NAV angenähert werden, wenn die Investmentgesellschaft eigene Aktien zurückkauft; für den Aktionär stellt dies einen «exit» dar (wie für den Anleger bei einem Fonds die «redemption»). Bisher scheiterten solche Vorhaben oft daran, dass die entsprechende Kapitalherabsetzung als Folge des Rückkaufs, durch die das Aktienkapital an die Eigentümer retourniert wird, nicht schnell bzw. nicht flexibel genug möglich ist. Seit Jahren wird deshalb eine Art «flexibles Kapital» für AG verlangt.

Der in der Vernehmlassung befindliche Vorschlag sieht zwei Alternativen vor, nämlich entweder die Einführung eines «Kapitalbandes», innerhalb dessen der Verwaltungsrat das Aktienkapital erhöhen oder herabsetzen kann, oder die Ergänzung der bekannten genehmigten Kapitalerhöhung mit einer «genehmigten Kapitalherabsetzung». Welche Variante sich auch immer durchsetzen wird: Gerade für Investmentgesellschaften dürfte es in Zukunft wesentlich einfacher sein, das Kapital (nach Aktienrückkäufen) zu senken und an die Investoren zurückzugeben.

### Verfahren bei Geldwäscherei umstritten

Das Geldwäschereigesetz (GwG) sieht ausdrücklich vor, dass es auf Anlagefonds anwendbar ist. Die zuständige Behörde, die Kontrollstelle GwG, hat am 19. Dezember 2003 jedoch – ohne gesetzliche Grundlage – entschieden, dass das GwG auf Investmentgesellschaften angewendet werden soll. Trotz heftiger Kritik hält die Kontrollstelle GwG daran (noch) fest. Dies würde beispielsweise bedeuten, dass Anlagegesellschaften ihre Aktionäre identifizieren müssten, was bei Inhaberaktien oder bei Dispoaktien unmöglich ist. Weiter müssten Investmentgesellschaften bei Geldwäschereiverdacht gegen ihre Aktionäre eine «Vermögenssperre» sowie einen «Geschäftsabbruch» vornehmen, was etwa einer Nichtzulassung

sung zu Generalversammlungen, einem Nichtausbezahlen von Dividenden oder einem Ausschluss des betroffenen Aktionärs entsprechen würde – also Sanktionen, die aktienrechtswidrig sind. Das GwG «passt» nicht, weil Investmentgesellschaften keine Finanzintermediäre sind.

Die jetzige Praxis, die zudem eine Strafandrohung gegen die Investmentgesellschaften umfasst, hängt wie ein Damoklesschwert über Anlagegesellschaften bzw. ihren Verantwortlichen und macht die Rechtsform immer weniger attraktiv. Nicht die Kontrollstelle GwG, sondern der Gesetzgeber müsste im Rahmen des GwG sowie bei der Aktienrechtsrevision die erforderlichen Schritte gegen Geldwäschereiverdacht einleiten.

### **Geforderter Gesetzgeber**

Unter dem Strich dürften im künftigen «Wettbewerb um die beste Rechtsform für kollektive Kapitalanlagen» die KAG-Revision und die OR-Revision die Ausgangslagen für Anlagegesellschaften sowie für Anlagefonds etwa ausgleichen. Die durch die Praxis der Kontrollstelle GwG erfolgte Gleichstellung von Anlagefonds und Investmentgesellschaften betreffend Geldwäscherei benachteiligt indes die Letzteren erheblich, weil es an Rechtssicherheit mangelt und sich die Anwendbarkeit des GwG nicht aufdrängt.

Die Aktienrechtsrevision wird Investmentgesellschaften (mit kotierten Aktien) helfen, ihre Discount-Problematik in den Griff zu bekommen, wobei noch unklar ist, bis wann die Gesetzesänderung in Kraft treten kann. Die zeitliche Dringlichkeit darf nicht unterschätzt werden. Sollte nämlich die Änderung zur Flexibilisierung des Kapitals auf die lange legislative Bank geschoben werden, das KAG hingegen schon bald in Kraft treten und die Kontrollstelle GwG an ihrer aktienrechtswidrigen GwG-Praxis festhalten, dürfte das faktische Ende der Investmentgesellschaften in der Schweiz sehr nahe sein.

Zum Schluss eine kreative Überlegung: Das KAG wird neu Investmentgesellschaften mit variablem Kapital (Sicav [Sociétés d'investissement à capital variable] – also nicht: Sicaf) einführen, die besonders die Discount-Problematik lösen sollten, denn die Rückführung des Kapitals ist bei dieser Rechtsform als Hybrid zwischen Gesellschaft und Fonds relativ einfach möglich. Anlagegesellschaften könnten sich deshalb in Zukunft in Sicav umwandeln, und zwar auf der Basis des bereits seit dem 1. Juli 2004 in Kraft stehenden Fusionsgesetzes (FusG). Es wäre nur eine kleine Anpassung im Fusionsrecht bei den Legaldefinitionen des FusG notwendig, um die Grundlagen für diesen Wechsel von «fixem Kapital» zu «variablem Kapital» zu schaffen.

\* Prof. Dr. Peter V. Kunz, Fürsprecher, LL.M. (Georgetown), ist ordentlicher Professor für Wirtschaftsrecht und Rechtsvergleichung an der Universität Bern und Direktor am Institut für Wirtschaftsrecht.