

Teilrevision der Anlagestiftungsverordnung: Eine neue Chance für Anlagen in Bauprojekte

Dr. iur. Armin Kühne, Rechtsanwalt (Zürich)

I. Einleitung

Die schweizerische Anlagestiftung ist ein attraktives, auf die Bedürfnisse von Vorsorgeeinrichtungen zugeschnittenes Anlagevehikel. Sie ist eine besondere Kategorie und typisierte Form einer gemeinschaftlichen Kapitalanlage, die bis 1. Januar 2012 nicht selbständig gesetzlich geregelt war. Vom Geltungsbereich des Bundesgesetzes über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG) ist sie ausdrücklich ausgenommen (Art. 2 Abs. 2 lit. a KAG). Im Rahmen der BVG-Strukturreform wurden die Anlagestiftungen erstmals gesetzlich geregelt (Art. 53g bis 53k BVG). Die gesetzlichen Vorschriften und die konkretisierende Verordnung über die Anlagestiftungen (ASV) wurden am 1. Januar 2012 in Kraft gesetzt.

Gemäss Art. 53g Abs. 2 des Bundesgesetzes über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG) sind Anlagestiftungen Einrichtungen, die der beruflichen Vorsorge dienen. Dabei handelt es sich um Hilfseinrichtungen der beruflichen Vorsorge in der Form einer Stiftung nach ZGB mit dem Zweck der gemeinsamen Anlage und Verwaltung von Vorsorgegeldern (Art. 53g Abs. 1 BVG). Der Anlegerkreis der Anlagestiftungen ist beschränkt auf steuerbefreite Einrichtungen der beruflichen Vorsorge und Personen, die kollektive Anlagen der Einrichtungen der beruflichen Vorsorge verwalten, wie z.B. Anlagefonds, deren Anlegerkreis auf Einrichtungen der beruflichen Vorsorge beschränkt ist (Art. 1 ASV). Der Anlegerkreis umfasst Vorsorgeeinrichtungen des privaten und des öffentlichen Rechts, Freizügigkeitsstiftungen, Auffangeinrichtungen, Finanzierungsstiftungen, Bankstiftungen im Rahmen der Säule 3a, patronale Wohlfahrtsfonds sowie Kollektivanlagen, sofern deren Anlegerkreis auf die erwähnten Einrichtungen beschränkt ist.¹

Die erstmalige Kodifikation der schweizerischen Anlagestiftung ist eine wichtige Errungenschaft der BVG-Strukturreform. Die gesetzliche Regelung stellt klar, dass die Anlagestiftung als eigenständige Rechtsform eine Existenzberechtigung hat, und schafft in vielerlei Hinsicht Rechtssi-

Der Bundesrat hat am 14. September 2018 Änderungen in der Verordnung über die Anlagestiftungen (ASV) beschlossen und diese bis zum 14. Dezember 2018 in die Vernehmlassung geschickt. Die Anpassungen sind in vielerlei Hinsicht zu begrüssen und entsprechen grossenteils den dringenden Bedürfnissen der Anlagestiftungen. Der Autor erläutert im vorliegenden Beitrag die charakteristischen Merkmale und Bedürfnisse der Anlagestiftungen und fokussiert sich anschliessend auf die dringenden Anliegen für Regelungen im Bereich von Anlagen in Bauprojekte.

Le 14 septembre 2018, le Conseil fédéral a adopté les modifications relatives à l'Ordonnance sur les fondations de placement (OFP) et les a soumises à consultation jusqu'au 14 décembre 2018. Les adaptations apportées doivent être largement saluées et correspondent dans une grande mesure aux besoins urgents des fondations de placement. Dans la présente contribution, l'auteur explique les éléments caractéristiques et les besoins des fondations de placement. Il se concentre ensuite sur les besoins urgents de réglementation en matière d'investissements dans les projets de construction. P.P.

¹ Erläuterungen BV 1, BV 2 und ASV (Strukturreform), 37.

cherheit. Aufgrund der früheren Praxis des Bundesamtes für Sozialversicherungen (BSV) nachvollziehbar, aber insgesamt nicht gelungen ist die zu starke Regulierung der Anlagevorschriften für Anlagestiftungen. Diese strengen Vorschriften sind nicht notwendig, da die Vorsorgeeinrichtungen als Anleger selbst reguliert sind und ihrerseits die Anlagevorschriften der BVV 2 einhalten müssen. Zudem gelten Vorsorgeeinrichtungen im Finanzmarktrecht als qualifizierte Anleger (Art. 10 Abs. 3 lit. c des Kollektivanlagengesetzes, KAG) bzw. als professionelle Kunden (Art. 4 Abs. 3 lit. f. des Finanzdienstleistungsgesetzes, FIDLEG), deren Anlegerschutzbedürfnis im Vergleich zu Privatkunden geringer ist. Ein genereller Verweis in der ASV auf die Vorschriften der BVV 2 wäre deshalb grundsätzlich ausreichend gewesen. Hingegen sind die für eine moderne Aufsicht im Zentrum stehenden wesentlichen Kontrollfunktionen (IKS, Risk Management und Compliance) eher schwach geregelt.

II. Teilrevision der Anlagestiftungsverordnung (ASV)

Der Bundesrat hat an seiner Sitzung vom 14. September 2018 eine Teilrevision der ASV beschlossen und die Anpassungsvorschläge bis zum 14. Dezember 2018 in die Vernehmlassung geschickt. Die vorgeschlagenen Anpassungen entsprechen in vielen Punkten den Bedürfnissen der Industrie und sind insgesamt zu begrüssen. Insbesondere die Diversifikationsbestimmungen bei den Anlagevorschriften werden mit den geplanten Änderungen der ASV zweckmässiger ausgestaltet.²

In einzelnen Punkten besteht jedoch weiterer Anpassungsbedarf. Ein wichtiges Anliegen betrifft die Möglichkeiten bei Investitionen in Bauprojekte. Dieses Thema möchte ich mit dem vorliegenden Beitrag aufgreifen. Bevor ich mich detailliert mit den spezifischen Fragen bei Bauprojekten auseinandersetze, befasse ich mich nachstehend mit dem Wesen der Anlagestiftung und der Abgrenzung zu den kollektiven Kapitalanlagen gemäss KAG, was das Verständnis der Anliegen und Bedürfnisse von Anlagestiftungen erleichtern soll.

III. Wesen der Anlagestiftung

Eine Stiftung besteht aus einem Vermögen, das von einer Person zu einem von ihr festgesetzten dauernden Zweck in der Weise verselbständigt wird, dass das Vermögen aus dem

Rechtskreis des Stifters ausgeschieden und mit eigener Rechtspersönlichkeit ausgestattet wird.³ Als privatrechtliche Anstalt besteht die Stiftung nicht in einem Personenverband. Sie hat keine Mitglieder, die souverän über Zweck und Fortbestand der juristischen Person entscheiden können, sondern nur dienende Verwaltungsorgane, welche den vorgegebenen Willen des Stifters mit den vorhandenen Vermögensmitteln auszuführen haben.

Das für eine Stiftung typische eigene Vermögen ist bei der Anlagestiftung in der Regel praktisch bedeutungslos und wird vor allem darum in die Stiftung eingebracht, um die Vorschrift von Art. 80 ZGB zu erfüllen.⁴ Im Mittelpunkt steht das von der Anlagestiftung treuhänderisch verwaltete Anlagevermögen.

An der Anlagestiftung beteiligte Personen sind die Gründungstifter und die Anleger. Das von den Gründungstiftern gewidmete Stiftungskapital ist im Verhältnis zur kollektiv verwalteten Anlage sehr gering. Die Anleger bringen ihre Geldbeträge in die Stiftung ein. Sie bringen sukzessive Vermögen in die Stiftung ein und werden dadurch zu Mitstiftern.⁵ In ihrer Eigenschaft als Mitstifter nähern sich die Anleger der Stellung der Stifter an. Als Anleger haben die Teilnehmer eine destinatarähnliche Stellung. Gemäss Stiftungsrecht kann die Anlagestiftung keine «Mitglieder» haben, sondern lediglich Destinatäre.⁶ Auch «Mitstifter» sind im Stiftungsrecht nicht vorgesehen. Der Stifter überträgt an die Stiftung üblicherweise Vermögen, ohne es zu einem späteren Zeitpunkt zurückzuerhalten. Die Anleger einer Anlagestiftung zeichnen jedoch Anteile, die sie zurückgeben und dadurch das Vermögen zurückerhalten können.⁷ Da die Anleger durch ihre Vermögenseinlage Mitgliedschaftsrechte erwerben, nähert sich ihre Stellung diesbezüglich derjenigen eines Aktionärs an.

Die Vorsorgeeinrichtungen sind als Anleger nicht endgültige Empfänger der Leistungen, sondern Benützer der gesamten Einrichtung. Begünstigt sind die Vorsorgeeinrichtungen

² Siehe dazu die Stellungnahme zur Vernehmlassung der Verordnung über die Anlagestiftungen (ASV) der Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen (abrufbar unter <www.kgast.ch>).

³ Arthur Meier-Hayoz/Peter Forstmoser/Rolf Sethe, Schweizerisches Gesellschaftsrecht, 12. A., Bern 2018, § 2 N 56.

⁴ David Dürr/Carl-Gustav Mez, Die Anlagestiftung im schweizerischen Recht, Ein Gebilde der Praxis und seine Beziehung zum Recht, SZW 1998 266.

⁵ Zu diesem Begriff Mark P. Hurni, Der zivilrechtliche Aufbau der Investment- oder Anlagestiftung für Personalvorsorge, Ein Beitrag zur strukturellen Analyse der korporativen Stiftung, Zürich 1981, 8.

⁶ Hans Michael Riemer, Berner Kommentar, Schweizerisches Zivilgesetzbuch: Das Personenrecht, 3. Abteilung: die juristischen Personen, Zweiter Teilbd.: Die Vereine, Syst. Teil und Kommentar zu Art. 60–79 ZGB, Bern 1990, N 392.

⁷ Dürr/Mez (Fn. 4) 265.

als Anleger dadurch, dass ihnen infolge des Vorhandenseins der Anlagestiftung eine ihren Bedürfnissen angepasste Anlagemöglichkeit für die Vorsorgevermögen geboten wird.⁸

IV. Regelung seit 2012

Die Anlegerrechte von Anlagestiftungen sind aufgrund der gesetzlichen Vorschriften seit 1. Januar 2012 positivrechtlich gesichert.⁹ Die eigenständige Schöpfung der Praxis wurde in positives Recht überführt, und die rechtliche Konstruktion als Doppelorganisation¹⁰ einer Stiftung und einer einfachen Gesellschaft ist weggefallen. Ganz wichtig in diesem Zusammenhang ist die Regelung der Haftung in Art. 53j BVG, wonach die Haftung der Anlagestiftung für Verbindlichkeiten einer Anlagegruppe auf das Vermögen dieser Anlagegruppe beschränkt ist, jede Anlagegruppe nur für eigene Verbindlichkeiten haftet und die Haftung der Anleger ausgeschlossen ist. Im Weiteren hält Art. 53i Abs. 4 BVG ausdrücklich fest, dass Sachen und Rechte, die zu einer Anlagegruppe gehören, im Konkurs der Anlagestiftung zugunsten von deren Anlegern abgesondert werden. Vor Inkrafttreten der neuen Vorschriften regelten Anlagestiftungen mit mehreren Anlagegruppen die Absonderung der einzelnen Anlagegruppen zwar reglementarisch. Es herrschte jedoch keine Gewissheit, ob diese reglementarisch festgelegte Lösung im Falle eines Konkurses tatsächlich Bestand gehabt hätte. Zudem sind wichtige Bestimmungen über Treuepflichten ausdrücklich geregelt und erhalten dadurch ein grösseres Gewicht. In diesem Zusammenhang zu erwähnen sind insbesondere die Bestimmungen über den Grundsatz der Gleichbehandlung (Art. 2 Abs. 3 und Art. 43 Abs. 1 ASV), die Vermeidung von Interessenkonflikten, die Rechtsgeschäfte mit nahestehenden Personen, die Eigen-geschäfte, die Abgabe von Vermögensvorteilen und die Offenlegungspflichten (Art. 8 ASV, Art. 48h ff. BVV 2).

V. Rolle der Aufsichtsbehörde

Nachdem die Anlagestiftungen bis im Jahre 2012 vom Bundesamt für Sozialversicherungen (BSV) oder der zuständigen kantonalen Aufsichtsbehörde beaufsichtigt wurden, fällt diese Aufgabe gemäss Art. 64a Abs. 2 BVG seither der Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge (OAK BV) zu. Da zahlreiche Bestimmungen der ASV Kann-Vorschriften enthalten und damit der Aufsichtsbehörde einen grossen Ermessenspielraum einräumen,¹¹ kommt der Praxis der OAK BV eine tragende Bedeutung zu. Dies hat zwar den Vorteil einer gewissen Flexibilität. In diesem Zusammenhang sind jedoch beispielsweise die in der ASV vorhandenen Verweise auf die Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen (KKV) und die Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die kollektiven Kapitalanlagen (KKV-FINMA) auch «gefährlich», da ein gewisses Risiko besteht, dass sich die Aufsichtsbehörde zu stark an den teilweise sehr strengen Regulierungen und restriktiven Auslegungen aufgrund der Praxis der FINMA zu kollektiven Kapitalanlagen orientieren könnte.¹² In diesem Zusammenhang ist es sehr wichtig, dass den Unterschieden zwischen Anlagestiftungen und kollektiven Kapitalanlagen nach KAG Rechnung getragen wird.

Die OAK BV ist zuständig für die Bewilligungsprüfung im Rahmen der Gründung einer Anlagestiftung. Die entsprechenden Anforderungen ergeben sich aus Art. 21 i.V.m. Art. 12 f. BVV 1 sowie den Weisungen der OAK BV betreffend die Anforderungen an Anlagestiftungen (W-01/2016). Ausserdem müssen Statutenänderungen und Änderungen des Stiftungsreglements sowie der Erlass oder die Änderung von Anlagerichtlinien zu Anlagegruppen im Bereich alternativer Anlagen und von Auslandsimmobilien durch die Aufsichtsbehörde vorgeprüft werden (Art. 17 Abs. 1 lit. c ASV). Da Bildung und Aufhebung von Anlagegruppen an den Stiftungsrat delegiert werden können (Art. 13 Abs. 3 lit. h ASV), ist bei Anlagestiftungen im Gegensatz zu kollektiven Kapitalanlagen nach KAG jedoch keine Produktgenehmigung erforderlich.

Zu ausgewählten aufsichtsrechtlichen Themen erlässt die OAK BV Weisungen. Eine sehr wichtige Bedeutung haben dabei die Weisungen über die Anforderungen an Anlagestiftungen (Nr. 01/2016) vom 1. September 2016. Diese Weisungen konkretisieren die Vorschriften gemäss Art. 53g ff. BVG und der ASV. Sie enthalten insbesondere Bestimmungen betref-

⁸ *Hurni* (Fn. 5) 51.

⁹ *Armin Kühne*, Erstmalige Kodifikation der schweizerischen Anlagestiftung, in: Daniel Lengauer/Giordano Rezzonico (Hrsg.), Chancen und Risiken rechtlicher Neuerungen 2011/2012, Zürich 2011, 84.

¹⁰ Siehe dazu *Armin Kühne*, Recht der kollektiven Kapitalanlagen in der Praxis, Unter Berücksichtigung von Anlagestiftungen und strukturierten Produkten, Zürich 2015, Rz. 1326; *Dürr/Mez* (Fn. 4) 266; *Hurni* (Fn. 5).

¹¹ Beispiele sind etwa Art. 10 Abs. 5, Art. 13 Abs. 2, Art. 19, Art. 21 Abs. 6, Art. 26 Abs. 3 und 9, Art. 28 Abs. 2, Art. 30 Abs. 1, Art. 32 Abs. 4, Art. 35 Abs. 3, Art. 37 Abs. 3 und 4, Art. 38 Abs. 3, 7 und 8, Art. 39, Art. 41 Abs. 2 und Art. 42 Abs. 3 ASV.

¹² *Kühne* (Fn. 9) 85.

fend Organisation, Outsourcing-Verträge, Prozessabläufe, Risikomanagement, Internes Kontrollsystem (IKS), Anforderungen an die verantwortlichen Personen, Rechnungslegungsvorschriften sowie das Verfahren zur Gründung von Anlagestiftungen.¹³

VI. Abgrenzung zur kollektiven Kapitalanlage

1. Gemeinsamkeiten mit der kollektiven Kapitalanlage

Das Vermögen einer Anlagestiftung dient wie bei der kollektiven Kapitalanlage der gemeinschaftlichen Kapitalanlage und wird nach dem Grundsatz der Risikoverteilung angelegt. Die Anlagestiftung entspricht insgesamt als Anlagevehikel wirtschaftlich einer kollektiven Kapitalanlage nach KAG.

Gemäss Art. 10 Abs. 5 KAG besteht die Möglichkeit, sog. Fonds für qualifizierte Anleger zu errichten, für welche die FINMA im Einzelfall bestimmte Vorschriften des KAG für nicht anwendbar erklären kann. Solche kollektive Kapitalanlagen für qualifizierte Anleger können als flexible, kostengünstige und massgeschneiderte Anlagevehikel für Vorsorgeeinrichtungen ausgestaltet werden. Kollektive Kapitalanlagen stellen deshalb für Vorsorgeeinrichtungen eine Alternative zu Anlagestiftungen dar. Das von institutionellen Anlegern bei Anlagestiftungen oft geschätzte Mitspracherecht kann jedoch den Anlegern bei kollektiven Kapitalanlagen nicht im selben Masse eingeräumt werden.

2. Unterschiede zur kollektiven Kapitalanlage

Anlagestiftungen entstehen häufig nach dem Bottom-up-Prinzip: Mehrere Vorsorgeeinrichtungen schliessen sich im Rahmen einer organisierten Selbsthilfe zusammen, um gemeinsam ihr Vermögen zu verwalten und damit Kosten zu sparen.¹⁴ Anlagestiftungen werden somit in der Regel von Vorsorgeeinrichtungen selbst initiiert und nicht wie kollektive Kapitalanlagen gemäss KAG von den Anbietern.

Zudem hat eine Anlagestiftung im Gegensatz zu kollektiven Kapitalanlagen kooperative Elemente, die durch teilweise weitgehende Mitwirkungsrechte der Anleger zum Ausdruck kommen. Solche Mitwirkungsrechte können sich auch auf Anlageentscheide beziehen. Aufgrund dieser Mitwirkungs-

rechte der Anleger kann von einer mittelbaren Selbstverwaltung gesprochen werden.

Im Gegensatz dazu ist die Fremdverwaltung das Kernstück der Definition einer kollektiven Kapitalanlage, welches alleine die Schutzvorschriften des Kollektivanlagenrechts rechtfertigt. In Art. 5 Abs. 1 KKV wird das Element der Fremdverwaltung bei der Definition des Begriffs der kollektiven Kapitalanlage auf Verordnungsstufe ausdrücklich erwähnt und damit gesetzlich zementiert.

Gleich hohe Anforderungen an die Wahrung des Anlegerschutzes bei Anlagestiftungen wie bei kollektiven Kapitalanlagen nach KAG wären weder notwendig noch gerechtfertigt. Die Hauptgründe dafür sind einerseits die zwingende Beschränkung des Anlegerkreises bei Anlagestiftungen auf qualifizierte Anleger bzw. professionelle Kunden mit einem tieferen Anlegerschutzbedürfnis als bei kollektiven Kapitalanlagen für Privatkunden und andererseits die fehlende Fremdverwaltung bei Anlagestiftungen. Der Grundsatz «same business, same rules» muss in diesem Zusammenhang bedeuten «not the same business» und deshalb auch «not the same rules». Zudem muss für ein angemessenes Anlegerschutzniveau berücksichtigt werden, dass es sich bei den Vorsorgeeinrichtungen um Institute handelt, die aufgrund der Vorschriften der beruflichen Vorsorge selbst reguliert sind und deshalb ein im Vergleich zu Privatkunden wesentlich tieferes Anlegerschutzbedürfnis aufweisen.

VII. Anlagevorschriften im Allgemeinen

Unter Berücksichtigung der vorstehenden Ausführungen zum Wesen der Anlagestiftung und zum Anlegerschutzbedürfnis von Vorsorgeeinrichtungen werden nachstehend die bestehenden Anlagevorschriften für Bauprojekte erläutert.

Die ASV enthält in Art. 26 ff. zahlreiche Anlagevorschriften. Nur subsidiär gelten die Anlagevorschriften für Vorsorgeeinrichtungen gemäss BVW 2. Die ergänzenden Vorschriften in der ASV stellen grundsätzlich eine Überführung der früheren Praxis des BSV in das positive Recht dar.¹⁵ Sie werden jedoch von der Industrie stark kritisiert, da nach Auffassung zahlreicher Branchenvertreter ein genereller Verweis auf die BVW 2 ausreichend gewesen wäre, weil die Vorsorgeeinrichtungen als Anleger der Anlagestiftungen selbst bereits die Anlagevorschriften gemäss BVW 2 einhalten müssen und die Rege-

¹³ Siehe zum Ganzen *Armin Kühne*, Weisungen der OAK BV über die Anforderungen an Anlagestiftungen, in: Kurz und Bündig von Kellerhals Carrard 06/2016.

¹⁴ *Kühne* (Fn. 9) 83.

¹⁵ *Armin Kühne*, Neue Vorschriften schaffen Rechtssicherheit, AWP Soziale Sicherheit, 38. Jg., 2012, Nr. 6, 5.

lung in der ASV folglich zu einer doppelten Aufsicht führt.¹⁶ Tatsächlich ist dieses System der doppelten Aufsichtsstruktur weder notwendig noch zweckmässig. Die Anlagemöglichkeiten sollten nicht durch Verbote eingeschränkt werden, sondern der aufsichtsrechtliche Rahmen sollte sicherstellen, dass aufgrund von organisatorischen Anforderungen und Transparenzvorschriften die nötigen Rahmenbedingungen geschaffen werden und dadurch der für Vorsorgeeinrichtungen notwendige Anlegerschutz gewährleistet ist.¹⁷

Die nachfolgenden Ausführungen zu Anlagevorschriften für Bauprojekte sollten im Lichte des notwendigen Anlegerschutzes für Vorsorgeeinrichtungen betrachtet werden.

VIII. Anlagevorschriften für Bauprojekte im Besonderen

1. Wachsendes Bedürfnis nach Investitionen in Bauprojekte

Unter Berücksichtigung der vorstehenden Ausführungen zum Wesen der Anlagestiftung und zum Anlegerschutzbedürfnis von Vorsorgeeinrichtungen werden nachstehend die bestehenden Anlagevorschriften für Bauprojekte erläutert.

Das Bedürfnis sowohl der anlagensuchenden Investoren als auch der Anbieter nach Möglichkeiten von Investitionen in Bauprojekte durch kollektive Anlagegefässe hat in den letzten Jahren stark zugenommen. Im Bereich Projektentwicklungen wird denn auch aktuell und zukünftig ein hohes Potenzial gesehen.¹⁸ Projektentwicklungen gewinnen zunehmend an Bedeutung.¹⁹

2. Zulässigkeit von Investitionen in Bauprojekte im Kollektivanlagenrecht

Es ist unbestritten, dass sowohl im schweizerischen Kollektivanlagenrecht als auch für Anlagestiftungen Anlagegefässe für Investitionen in Bauprojekte zulässig sind.

Die Investition in Bauprojekte ist auch für schweizerische Immobilienfonds nach KAG zulässig. Anlagen in unbebaute Grundstücke sind jedoch nur zulässig, falls die Grundstücke

erschlossen und für eine umgehende Überbauung geeignet sind und zusätzlich eine rechtskräftige Baubewilligung für die Überbauung vorliegt (Art. 86 Abs. 4 KKV). Bei den Risikoverteilungsvorschriften für Immobilienfonds ist ausserdem vorgesehen, dass bis höchstens 30% des Fondsvermögens eines Immobilienfonds in Bauland einschliesslich Abbruchobjekte und angefangene Bauten investiert werden dürfen (Art. 87 Abs. 3 lit. a KKV).

Diese Regelung im Kollektivanlagenrecht dürfte das Vorbild für die Regelung für Anlagestiftungen in Art. 27 Abs. 3 ASV gewesen sein, wonach ausser bei Anlagegruppen mit ausschliesslicher Anlage in Bauprojekte Bauland, angefangene Bauten sowie sanierungsbedürftige Objekte gesamthaft höchstens 30% des Vermögens einer Immobilien-Anlagegruppe betragen dürfen.

Im Kollektivanlagenrecht steht für Investitionen in Bauprojekte zudem die geschlossene Rechtsform der Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KmGK) zur Verfügung (Art. 121 Abs. 1 KKV), deren Anlegerkreis auf qualifizierte Anleger gemäss Art. 10 Abs. 3 KAG beschränkt sein muss (Art. 98 Abs. 3 KAG). Dabei ist jedoch davon auszugehen, dass eine KmGK für Bauprojekte nicht ausschliesslich in Bauprojekte investieren muss, sondern dass auch Investitionen in fertiggestellte Bauten zulässig sind. Ausserdem ist davon auszugehen, dass erworbene Bauprojekte nach deren Fertigstellung im Vermögen des Anlagegefässes gehalten werden dürfen und nicht veräussert werden müssen. Da die KmGK eine feste Laufzeit aufweist, werden die fertiggestellten Bauten zusammen mit den anderen Anlagen nach Ablauf der Laufzeit der KmGK naturgemäss veräussert. Dabei beträgt der Zeithorizont aufgrund der Laufzeit jedoch ungefähr 10 bis 15 Jahre und ist auf der Basis des Gesellschaftsvertrags auch noch verlängerbar.

Das Kollektivanlagenrecht sieht somit eine breite Palette von Möglichkeiten für Investitionen in Bauprojekte vor. Dabei muss sich der Anbieter jedoch entscheiden, ob er die Form eines Immobilienfonds mit maximal 30% Bauprojekten wählt, die nach Fertigstellung im Fondsvermögen verbleiben können, oder ob eine KmGK errichtet werden soll, die bis zu maximal 100% des Vermögens in Bauprojekte investiert, wobei die fertiggestellten Bauten im Vermögen der KmGK verbleiben. Wählt der Anbieter die Form eines schweizerischen Immobilienfonds und beschränkt er den Anlegerkreis auf qualifizierte Anleger gemäss Art. 10 Abs. 3, 3^{bis} und 3^{ter} KAG, besteht zudem die Möglichkeit, dass die FINMA – beispielsweise auch bezüglich der Risikoverteilungsvorschriften – von bestimmten Vorschriften des KAG befreien kann (Art. 10 Abs. 5 KAG).

¹⁶ Siehe dazu beispielsweise den Beitrag «Anlagestiftungen im Alarmzustand» in der NZZ vom 30. November 2010, Nr. 279, 27, oder die Vernehmlassung der KGAST (Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen) zur Verordnung über die Anlagestiftungen (ASV) und zur BVV 1 vom 10. Februar 2011.

¹⁷ Kühne (Fn. 9) 88.

¹⁸ Michael Trübstein, Real Estate Investment und Asset Management in der Schweiz, Studienergebnisse 2018, 17.

¹⁹ Trübstein (Fn. 18) 49.

3. Aktuelle Rechtsgrundlagen für Anlagestiftungen

Die Anlagevorschriften für Bauprojekte sind für Anlagestiftungen in der ASV nicht separat und explizit geregelt. Die Zulässigkeit ergibt sich vielmehr aus den Anlagevorschriften für Immobilien-Anlagegruppen.

Gemäss Art. 27 Abs. 3 ASV dürfen – ausser bei Anlagegruppen mit ausschliesslicher Anlage in Bauprojekte – Bauland, angefangene Bauten sowie sanierungsbedürftige Objekte gesamthaft höchstens 30% des Vermögens der Anlagegruppe betragen. Diese Regelung bezieht sich gemäss Wortlaut der Bestimmung auf Anlagegruppen mit Bestandesliegenschaften und enthält keine Regelung für Bauprojekt-Anlagegruppen. Für Bauprojekt-Anlagegruppen enthält die ASV keine Regelungen betreffend die erforderlichen Mindest- und Maximalquoten von Bauprojekten. Weder aus der ASV noch aus den dazugehörigen Materialien ergeben sich Hinweise, ob Anlagegruppen mit ausschliesslicher Anlage in Bauprojekte ihre Liegenschaften nach Abschluss der Projektentwicklung im Bestand behalten dürfen oder ob sie nach Fertigstellung des Bauprojekts veräussert werden müssen. Die fehlenden Regelungen für Bauprojekt-Anlagegruppen werden denn auch in der Literatur bemängelt.²⁰

Die maximale Quote von 30% bei Anlagegruppen für Bestandesliegenschaften wurde wie erwähnt dem Kollektivanlagenrecht entnommen (Art. 87 Abs. 3 KKV) und wird damit begründet, dass Bauprojekte oft unvorhergesehene Kosten aus Erstellungs- und Sanierungsarbeiten verursachen.²¹ Dabei ist auch zu berücksichtigen, dass die als Vorbild dienende Bestimmung des Kollektivanlagenrechts für Anlagefonds gilt, die auch Privatkunden zur Verfügung stehen und bei denen somit ein höheres Anlegerschutzbedürfnis besteht als bei Anlagestiftungen. Wird die Quote von 30% des Fondsvermögens für Bauprojekte überschritten, muss im Kollektivanlagenrecht grundsätzlich die Rechtsform der Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KmGK) gemäss Art. 98 ff. KAG gewählt werden. Ausserdem besteht die Möglichkeit, den Anlegerkreis von Immobilienfonds auf qualifizierte Anleger gemäss Art. 10 Abs. 3, 3^{bis} und 3^{ter} KAG zu beschränken mit der Rechtsfolge, dass die FINMA den Immobilienfonds von bestimmten Vorschriften des KAG und damit auch von den einschränkenden Risikoverteilungsvorschriften gemäss Art. 87 KAG befreien kann (Art. 10 Abs. 5 KAG).

Da der Anlegerkreis einer Anlagestiftung per se auf Einrichtungen der beruflichen Vorsorge und damit auf quali-

fizierte Anleger²² mit weniger hohem Schutzbedürfnis beschränkt ist, sollte auch aus Überlegungen des Anlegerschutzes (wie bei den Immobilienfonds gemäss KAG) mehr Flexibilität bestehen als bei Immobilienfonds für Publikumsanleger.

Die OAK BV vertritt dennoch die Auffassung, Art. 27 Abs. 3 ASV sei dahingehend auszulegen, dass Bauprojekte-Anlagegruppen ausschliesslich in Bauprojekte investieren dürfen und die realisierten Bauprojekte nach Fertigstellung veräussert werden müssen. Die einzige Alternative besteht gemäss der bisherigen Auslegung durch die OAK BV darin, nach der Fertigstellung von Bauprojekten den Anteil der noch nicht fertiggestellten Bauprojekte auf unter 30% zu reduzieren und die Anlagegruppe somit in eine klassische Immobilien-Anlagegruppe umzuwandeln. In allen übrigen Fällen liegt nach Auffassung der OAK BV ohne Veräusserung der fertiggestellten Bauprojekte eine Verletzung von Art. 27 Abs. 3 ASV vor.

Auch in der Literatur wird teilweise die Auffassung vertreten, dass es mangels einer gesetzlichen Regelung als naheliegender erscheint, dass Anlagen in Bauprojekte nach Abschluss der Projektentwicklung nicht im Bestand behalten werden dürfen, weil das Halten von Bestandesliegenschaften der Fokussierung der Anlagegruppe widersprechen würde.²³ Dieser Auffassung ist schon deshalb zu widersprechen, weil bei einer dauerhaften Änderung der Fokussierung auch eine Anpassung der Anlagevorschriften und der Bezeichnung der Anlagegruppe möglich wäre. Die Verpflichtung von Bauprojekt-Anlagegruppen, Bestandesliegenschaften zu veräussern, ergibt sich weder aus den gesetzlichen Vorschriften noch aus den Materialien zur ASV. Noch viel wichtiger erscheint jedoch das Argument, dass eine Pflicht zur Veräusserung von fertiggestellten Bauprojekten den Anlegerinteressen in keiner Weise nützt, sondern diesen aus den nachstehend aufgeführ-

²⁰ André Kühn, Die Finanzierung von Immobilien-Projektentwicklungen durch Anlagestiftungen, Zürich 2018, Rz. 512 ff.

²¹ Erläuterungen BVV 1, BVV 2 und ASV (Strukturreform), 56.

²² Als qualifizierte Anleger gelten gemäss Art. 10 Abs. 3 KAG auch die Vorsorgeeinrichtungen mit professioneller Tresorerie. Von einer professionellen Tresorerie ist auszugehen, wenn die Vorsorgeeinrichtung auf Dauer eine fachlich ausgewiesene, im Finanzbereich erfahrene Person mit der Bewirtschaftung ihrer Finanzmittel betraut (siehe die Formulierung in Art. 4 Abs. 3 des Entwurfs der Finanzdienstleistungsverordnung, FIDLEV). Diese Voraussetzungen dürften bei sämtlichen Vorsorgeeinrichtungen aufgrund der Anforderungen an die Vermögensverwaltung gemäss Art. 48f BVV 2 grundsätzlich stets erfüllt sein.

²³ Kühn (Fn. 20) Rz. 517; immerhin befürwortet der Autor, dass die OAK BV in solchen Fällen in Anwendung von Art. 26 Abs. 9 ASV grosszügige Abweichungen von Art. 27 Abs. 3 ASV zulassen sollte, da er anerkennt, dass das Halten von fertiggestellten Bauten grundsätzlich zu einer Verbesserung des Risikoprofils der Anlagegruppe führt und damit dem Anlegerschutz dient.

ten Gründen im Gegenteil schadet. Sofern die realisierten Bauprojekte laufend wieder veräussert werden müssen, behindert dies den Aufbau des Anlageportfolios einer Bauprojekt-Anlagegruppe erheblich.

4. Aktuelles Problem für Bauprojekt-Anlagegruppen

Aus den vorstehenden Ausführungen ergibt sich, dass in der ASV eine Regelung fehlt zur Fragestellung, ob es für Bauprojekt-Anlagegruppen eine Mindestquote für Bauprojekte und/oder eine Maximalquote für Bestandesliegenschaften gibt. Die erwähnte sehr restriktive und einschränkende Auslegung durch die OAK BV, wonach Art. 27 Abs. 3 ASV dahingehend ausgelegt werden muss, dass bei Bauprojekt-Anlagegruppen 100% des Vermögens in Bauprojekte investiert sein müssen, ist m.E. aus rechtsstaatlicher Sicht aufgrund des erheblichen Ermessens der OAK BV problematisch und ausserdem aus Gründen des Anlegerschutzes weder notwendig noch zweckmässig. Es ist deshalb sehr wichtig, dass die Regelung in der ASV in diesem Bereich konkretisiert wird.

Diese Regelungslücke muss deshalb dringend geschlossen werden. Dabei sind insbesondere die Anlegerinteressen und deren Schutzbedürfnis zu berücksichtigen. In diesem Zusammenhang sind in erster Linie die folgenden Überlegungen wichtig:

- Das Risiko für die Anleger ist generell höher, je höher der Anteil der Bauprojekte im Vergleich zum Anteil der Bestandesliegenschaften ist. Durch die Strategie, in Bauprojekte zu investieren und die realisierten Objekte im Bestand zu halten, reduziert sich die Quote der Bauprojekte laufend und verringert sich auch das Risiko für die Anleger. Da Art. 27 Abs. 3 ASV eine 100%ige Anlage in Bauprojekte bei entsprechender Deklaration explizit zulässt, muss auch eine Anlagegruppe mit ausschliesslicher Anlage in Bauprojekte zulässig sein, die ihren Anteil an risikoreicheren Bauprojekten laufend reduziert. Da sich der Charakter der Anlagegruppe bei Fertigstellung von mehreren Bauprojekten verändern kann, ist es selbstverständlich, dass zur Vermeidung einer Täuschung der Anleger und zur Sicherstellung der Transparenz gegebenenfalls die Bezeichnung der Anlagegruppe anzupassen ist, sofern die Quote von 30% dauerhaft unterschritten wird und die Anlagestrategie der Anlagegruppe durch den Stiftungsrat für die Zukunft geändert werden soll.
- Müssten die fertiggestellten Bauprojekte alle veräussert werden, wäre es faktisch nicht möglich, die gemäss Art. 27 Abs. 4 ASV verlangten Diversifikationsvorschriften einzuhalten, wonach der Verkehrswert eines Grundstücks höchstens 15% des Vermögens der Anlagegruppe betragen darf. Es müssten laufend neue Bauprojekte in ausreichender Anzahl (welche den hohen Anlagequalitätsansprüchen zu genügen haben) für die Anlagegruppe erworben werden, was einerseits aufgrund der Marktsituation sehr schwierig ist und andererseits das Liquiditätsmanagement erheblich erschwert.
- Die Anlagestiftung wird für die von ihr erstellten oder sanierten Bauten am Markt zum Nachteil der Anleger einen tieferen Verkaufspreis erzielen, wenn alle Marktteilnehmer wissen, dass die Anlagestiftung einem Verkaufszwang unterliegt und ihre Anlageobjekte innerhalb eines gewissen Zeitraums veräussern muss.
- Mit Blick auf die Grundstückgewinnsteuer ist es nachteilig, wenn alle Anlageobjekte nach sehr kurzer Haltedauer verkauft werden müssen, da die Steuerbelastung mit zunehmender Haltedauer abnimmt.
- Bei Mietanlageobjekten führt ein Verkaufszwang aufgrund der geltenden Bilanzierungsvorschriften zu einer Schlechterstellung im Vergleich mit klassischen Immobilien-Anlagegruppen, da die Bauprojekt-Anlagegruppe höhere latente Steuern in Kauf nehmen muss. Dies führt sowohl im Zeitpunkt der Investitionsentscheidung als auch später in der für die Anleger massgeblichen Nettoinventarwertberechnung zu einem erheblichen Nachteil von Bauprojekt-Anlagegruppen im Vergleich zu klassischen Immobilien-Anlagegruppen.
- Der Verkauf aller fertiggestellten Bauprojekte lässt die Kosten für die Anleger in die Höhe steigen, weil auf dem von ihnen investierten Kapital häufiger Transaktionsgebühren erhoben werden (Wiederanlageproblem).
- Die Anleger einer Anlagestiftung haben generell einen langen Anlagehorizont und sind an konstanten Renditen interessiert, um ihren Rentenverpflichtungen nachkommen zu können. Die Anlagegruppe für Anlagen in Bauprojekte ermöglicht den Anlegern beim Halten der realisierten Bauprojekte die Investition in verhältnismässig günstige, weil selber entwickelte Immobilienwerte, welche nach Abschluss der baulichen Realisierung eine konstante Rendite abwerfen. Müssen die Anlageobjekte nach Abschluss der baulichen Realisierung hingegen veräussert werden, verbleibt den Anlegern einzig der Entwicklergewinn, wobei die angestrebte konstante Rendite entfällt.
- Die Möglichkeit, die Bauprojekt-Anlagegruppe aufgrund des Veräusserungszwangs (unter der Voraussetzung einer Portfoliofertigstellungsquote von 70%) in eine klassische Immobilien-Anlagegruppe umzuwandeln, führt zu einem erheblichen Vertriebsnachteil der Bauprojekt-Anlagegrup-

pe, da die Möglichkeit eines künftigen Umwandlungsbeschlusses zu Unsicherheiten bei den Investoren führt.

5. Anpassungsbedarf der Anlagestiftungsverordnung

Da die ASV für Bauprojekt-Anlagegruppen keine Regelungen betreffend die erforderlichen Mindest- und Maximalquoten von Bauprojekten enthält, müsste idealerweise eine entsprechende Regelung in die ASV aufgenommen werden. Inhaltlich wäre jedoch auch bereits eine konkretisierende Klarstellung in Art. 27 Abs. 3 ASV ausreichend, ohne dass zwingend eine neue Bestimmung erlassen werden oder Art. 27 Abs. 3 ASV generell neu formuliert werden muss.

In diesem Sinne könnte Art. 27 Abs. 3 ASV wie folgt angepasst werden (neuer Text kursiv hervorgehoben):

Art. 27 Abs. 3 ASV:

«Ausser bei Anlagegruppen, *die im Zeitpunkt des Investitionsentscheids ausschliesslich Bauprojekte erwerben*, dürfen Bauland, angefangene Bauten sowie sanierungsbedürftige Objekte gesamthaft höchstens 30 Prozent des Vermögens der Anlagegruppe betragen.»

Diese leicht angepasste Formulierung von Art. 27 Abs. 3 ASV ist lediglich eine Präzisierung des bisherigen Wortlauts und zudem eine Klarstellung im Interesse der Anleger. Dadurch wird klargestellt, dass die Anlagegruppe zwar im Zeitpunkt der Investition ausschliesslich in Bauprojekte investieren darf, die erworbenen Bauprojekte jedoch nach ihrer Fertigstellung nicht zwingend und zum Nachteil der Anleger veräussert werden müssen.

IX. Schlussfolgerungen

Dem zunehmenden Bedürfnis der Investoren und der Anbieter nach Möglichkeiten von Investitionen in Bauprojekte durch kollektive Anlagegefässe sollte angemessen Rechnung getragen werden. Dabei ist selbstverständlich das Anleger-schutzbedürfnis von Anlagestiftungen angemessen zu berücksichtigen. In diesem Zusammenhang ist jedoch zu beachten, dass das Anlegerschutzbedürfnis weniger hoch ist als bei

Immobilienfonds für Privatkunden. Ausserdem können auch bei Immobilienfonds, deren Anlegerkreis auf qualifizierte Anleger beschränkt ist, Befreiungen von den Risikoverteilungsvorschriften bei der FINMA beantragt werden. Im Weiteren steht im Kollektivanlagenrecht zusätzlich die Rechtsform der KmGK zur Verfügung, welche bezüglich der Anlagevorschriften wesentlich mehr Flexibilität bietet. Eine (zu) starke Anlehnung der Vorschriften für Anlagestiftungen an das Kollektivanlagenrecht ist aus diesen Gründen fehl am Platz und weder aus Gründen des Anlegerschutzes noch aus anderen Gründen gerechtfertigt.

In der ASV fehlt eine Regelung zur Fragestellung, ob es für Bauprojekt-Anlagegruppen eine Mindestquote für Bauprojekte und/oder eine Maximalquote für Bestandesliegenschaften gibt. Die einschränkende Auslegung durch die OAK BV, wonach Art. 27 Abs. 3 ASV dahingehend ausgelegt werden muss, dass bei Bauprojekt-Anlagegruppen dauerhaft 100% des Vermögens in Bauprojekte investiert sein müssen, ist meines Erachtens einerseits falsch und schadet andererseits den Anlegerinteressen. Daran ändert nichts, wenn die OAK BV der Bauprojekt-Anlagegruppe eine Frist zur Veräusserung der fertiggestellten Bauprojekte einräumt. Die geltende ASV enthält schlicht keine Regelung zu dieser Fragestellung. Diese Regelungslücke müsste deshalb dringend geschlossen werden. Am dringendsten ist dabei die Klarstellung, dass sich Art. 27 Abs. 3 ASV und damit die Maximalquote von 30% nicht auf Bauprojekt-Anlagegruppen bezieht, die im Zeitpunkt des Investitionsentscheids ausschliesslich Bauprojekte erworben haben, welche später fertiggestellt wurden und im Bestand der Bauprojekt-Anlagegruppe gehalten werden sollen. Eine entsprechende Auslegung wäre zwar auch bereits im Rahmen des geltenden Wortlautes möglich. Aufgrund der einengenden aktuellen Auslegung der OAK BV könnte durch eine entsprechende Anpassung der Formulierung sichergestellt werden, dass fertiggestellte Bauten nicht zwingend veräussert werden müssen.

Es bleibt zu hoffen, dass dieses wichtige Anliegen für Bauprojekt-Anlagegruppen im Rahmen der Überarbeitung der ASV berücksichtigt wird.