

Operative Gesellschaft oder kollektive Kapitalanlage?

Entscheid des Schweizerischen Bundesgerichts 2C_571/2009 vom 5. November 2010 i.S. Eidgenössische Finanzmarktaufsicht gegen Dr. A. & Co VIII Sachwert-Beteiligung Kommanditgesellschaft

Mit Bemerkungen von lic. iur. Benjamin Bloch und Prof. Dr. Hans Caspar von der Crone, beide Zürich*

Inhaltsübersicht

I. Sachverhalt und Prozessgeschichte

1. Sachverhalt

- 1.1 Kontext
- 1.2 Sachverhalt des aufsichtsrechtlichen Verfahrens

2. Prozessgeschichte

II. Erwägungen

1. Prozessführungsbefugnis

2. Unterstellung unter das KAG

- 2.1 Unterstellungskriterien
- 2.2 Anwendung der Unterstellungskriterien auf die KG VIII

3. Vom BGer offengelassene Fragen

4. Verhältnismässigkeitsprinzip

5. Zusammenfassung

III. Bemerkungen

1. Problemstellung

2. Unterstellung unter das KAG

- 2.1 Kriterien
 - 2.1.1 Grundlagen
 - 2.1.2 Zweck des Gesetzes
 - 2.1.3 Art des Risikos insbesondere
 - 2.1.4 Einfluss von Verfahren und Kognition auf die Kriterien
- 2.2 Anwendung der Unterstellungskriterien auf die KG VIII

3. Offengelassene Fragen

4. Verhältnismässigkeitsprinzip

- 4.1 Bestätigung der Praxis
- 4.2 Konsequenz: Doppelter Anlegerschutz

5. Bedeutung des Entscheids

IV. Fazit

I. Sachverhalt und Prozessgeschichte

1. Sachverhalt

1.1 Kontext

Der Entscheid befasst sich mit der aufsichtsrechtlichen Unterstellung einer Kommanditgesellschaft – der Dr. A. & Co VIII Sachwert-Beteiligung Kommanditgesellschaft (nachfolgend: KG VIII) – unter das Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG). Er bildet Teilaspekt der Auseinandersetzungen rund um die Dr. A. Gruppe: Neben dem hier behandelten aufsichtsrechtlichen Verfahren und neben zivilrechtlichen Streitigkeiten zwischen Ge-

sellschaftern der KG VIII und Dr. A.¹ laufen gegen Personen aus dem Umfeld der Dr. A. Gruppe auch Strafverfahren u.a. wegen Verdachts auf gewerbmässigen Betrug und ungetreue Geschäftsbesorgung.^{2/3}

Die Dr. A. Gruppe soll gemäss Presseberichten deutschen Anlegern neben Gewinnen und Steuervorteilen aus den von ihr verkauften Beteiligungen auch AHV-Renten aus diesen Anlagen versprochen haben.⁴ Kommanditäre gelten zwar grundsätzlich als selbständig erwerbstätig (Art. 9 Abs. 1 AHVG und Art. 20 Abs. 3 AHVV). Allerdings scheidet eine Unterstellung unter die AHV am Rechtsmissbrauchsverbot, wenn die Mitgliedschaft in einer Kommanditgesellschaft lediglich als Konstruktion zur Vermögensanlage gewählt wird. Es entstehen diesfalls keine Rentenansprüche.⁵

Die aufsichtsrechtliche Qualifikation ist von der zivil- und der strafrechtlichen unabhängig. Ebenfalls nicht entscheidend für die Anwendung des KAG ist die Frage der AHV-Unterstellung. Strafrechtlich gilt die Unschuldsumutung (Art. 32 Abs. 1 BV, Art. 10 Abs. 1 StPO). Möglicherweise ist dieser Kontext für die Einschätzung der Bedeutung des Entscheids aber gleichwohl nicht irrelevant.

¹ Vgl. dazu: BGer 2C_571/2009, vom 5. November 2010, E. 1.1.2; BVer B-4312/2008, vom 31. Juli 2009, E. 1.6.2.

² Vgl. BGer 1B_224/2010, 1B_266/2010, vom 11. Januar 2011, E. 4.3; White-Plaza-Anleger wehren sich, BaZ vom 18. April 2007, 33, abrufbar unter <http://www.michaelheim.com/php/abzbaz47_White_Plaza_wehren.php>, besucht am 10. Februar 2011. Vgl. auch: Bankenkommission zieht Makler aus dem Verkehr, abrufbar unter <<http://sc.tagesanzeiger.ch/dyn/news/wirtschaft/875122.html>>, besucht am 10. Februar 2011.

³ Gemäss Zeitungsberichten sind Strafanzeigen im Zusammenhang mit dem Hotel Schweizerhof (welches von der KG VIII betrieben wird) eingegangen, vgl. Hausdurchsuchung beim «White Plaza Verwalter», BaZ vom 26. Mai 2007, 33, abrufbar unter <http://www.fahrradkurier.ch/06/images/stories/1108165_2.pdf>, besucht am 14. Februar 2011; cash vom 1. Februar 2007, 15, abrufbar unter <http://www.schweizerhof-zermatt.com/Cash_01.02.07.pdf>, besucht am 14. März 2011.

⁴ «White Plaza» unter Vormundschaft, BaZ vom 24. Januar 2008, 27, abrufbar unter <http://www.michaelheim.com/php/abzbaz56_White_Plaza_EBK.php>, besucht am 10. Februar 2011; cash vom 1. Februar 2007, 15 (Fn. 3).

⁵ BGer 9C_61/2010, vom 23. März 2010, E. 4; BGE 131 V 97, 102, E. 4.3; Urteil des Verwaltungsgerichts Zug vom 27. Februar 2003 (S. 2002/72), GVP 2005, 140, abrufbar unter <http://www.zug.ch/behoerden/staatskanzlei/kanzlei/gvp/view?searchterm=gvp_2005>, besucht am 14. Februar 2011.

* Der vorliegende Beitrag ist im Internet verfügbar unter <<http://www.rwi.uzh.ch/vdc>>.

1.2 Sachverhalt des aufsichtsrechtlichen Verfahrens

Dr. A. errichtete über die Dr. A. AG mehrere «Sachwert-Beteiligung Kommanditgesellschaften», darunter die KG VIII. Er selber trat jeweils als voll haftender Komplementär auf. Die Anleger sind als «Treuhänderkommanditäre» über Treuhänder an der Gesellschaft beteiligt und nicht persönlich im Handelsregister eingetragen.⁶

Geschäftsmodell war es, eine Immobilie zu kaufen, zu betreiben und ca. 15 Jahre zu halten. Im Fall der KG VIII handelt es sich gemäss Handelsregister eintrag (Fn. 6) um das Hotel Schweizerhof in Zermatt. Dabei sollte jährlich ein «Liquidationsüberschuss» von 6,25% des eingesetzten Kapitals an den Kommanditär resp. Investor ausbezahlt werden. Nach vollständiger Rückzahlung des Eigenkapitals hätte ein Anteil am Überschuss aus dem Saldo des Verkaufsüberschusses hinzukommen sollen. Gemäss Modellrechnungen hätte eine Rendite von insgesamt 185% resultieren sollen.

Nach Inkrafttreten des KAG teilte die Dr. A. AG der damaligen Eidgenössischen Bankenkommission (EBK) mit, sie wolle die Kommanditgesellschaften in Kommanditgesellschaften für kollektive Kapitalanlagen umwandeln. Die EBK antwortete, dass dafür wohl keine Bewilligung erteilt werden könne, setzte aber eine Frist bis Dezember 2007 zur Überführung in «gesetzeskonforme Ausgestaltung». Darauf versuchte die Dr. A. AG, die Kommanditgesellschaften zu liquidieren, was teilweise am Widerstand der Kommanditäre scheiterte.⁷

2. Prozessgeschichte

Mit superprovisorischer Verfügung vom 11. Januar 2008 verbot die EBK den Gesellschaften der Dr. A. Gruppe jede weitere Geschäftstätigkeit und setzte einen Untersuchungsbeauftragten ein. Am 20. Mai 2008 stellte die EBK fest, dass die Dr. A. Gruppe gegen das KAG verstosse, indem sie bewilligungslos kollektive Kapitalanlagen anbiete. Weiter stellte sie einen Verstoß gegen das Bankengesetz (BankG) fest, da Publikumseinlagen ohne Bewilligung entgegen-

genommen würden. Sie versetzte die Kommanditgesellschaften der Gruppe in Liquidation und eröffnete über die Dr. A. AG den aufsichtsrechtlichen Konkurs.

Auf Beschwerde der Dr. A. AG hin stellte das Bundesverwaltungsgericht am 31. Juli 2009 fest,⁸ dass die Dr. A. AG nicht gegen das Bankengesetz verstossen habe, bestätigte aber die Anordnung des aufsichtsrechtlichen Konkurses über diese, da ein Verstoß gegen das KAG vorliege und sie überschuldet sei. Auf eine Beschwerde der FINMA hiergegen trat das Bundesgericht mangels Legitimation nicht ein.⁹

Auf Beschwerde der KG VIII und einer weiteren Gesellschaft hin (auf die Beschwerde der Letzteren wurde nicht eingetreten) stellte das Bundesverwaltungsgericht ebenfalls am 31. Juli 2009 fest,¹⁰ dass kein Verstoß gegen das KAG vorliege. Ein Verstoß gegen das Bankengesetz liege ebenfalls nicht vor, da die entgegengenommenen Mittel aus Sicht der Gesellschaft Eigenmittel darstellten. Die KG VIII sei auch nicht Mitglied der Dr. A. Gruppe, sodass sie nicht deren aufsichtsrechtliches Schicksal zu teilen habe und daher nicht zu liquidieren sei.

Die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) als Nachfolgebehörde der EBK führt Beschwerde gegen dieses Urteil und verlangt die aufsichtsrechtliche Liquidation der KG VIII, da diese gegen das KAG und das BankG verstosse.

Das Bundesgericht heisst die Beschwerde gut und stellt einen Verstoß gegen das KAG fest, lässt aber die Frage eines Verstoßes gegen das BankG offen. Die Sache wird zur Neuentscheidung an die FINMA zurückgewiesen.¹¹

II. Erwägungen

1. Prozessführungsbefugnis

Das Bundesgericht stellt unter Verweis auf Art. 89 Abs. 2 lit. d Bundesgerichtsgesetz (BGG) i.V.m. Art. 54 Abs. 1 Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMAG) fest, dass die FINMA zur Beschwerde berechtigt ist. Weiter stellt es unter Hinweis auf die eigene Praxis fest, dass die

⁶ Vgl. Zefix, <<http://vs.powernet.ch/webservices/inet/HRG/HRG.aspx/getHRGHTML?chnr=1702000929&amt=600&toBeModified=0&validOnly=0&lang=1&sort=0>>, besucht am 10. Februar 2011.

⁷ Vgl. zum Ganzen: BGer 2C_571/2009, vom 5. November 2010, A (Sachverhalt).

⁸ BVer B-4171/2008, vom 31. Juli 2009.

⁹ BGer 2C_570/2009, vom 1. März 2010.

¹⁰ BVer B-4312/2008, vom 31. Juli 2009.

¹¹ Vgl. zum Ganzen: BGer 2C_571/2009, vom 5. November 2010.

Organe der KG VIII trotz Entzug der Vertretungsbefugnis im aufsichtsrechtlichen Verfahren vertretungsberechtigt seien. Mit Blick auf die Praxis des EGMR führt es aus, dass dies auch dann gelte, wenn die Frage der Vertretungsbefugnis zivilrechtlich umstritten sei: Die rechtlichen oder faktischen Organe könnten sich den aufsichtsrechtlichen Entscheiden widersetzen. Da der finanzmarktrechtliche Entscheid i.d.R. die zivilrechtlichen Streitigkeiten dahinfallen lasse, sei dieser prioritär abzuschliessen.¹²

2. Unterstellung unter das KAG

2.1 Unterstellungskriterien

Gemäss Art. 7 Abs. 1 KAG unterstünden, so das BGer, alle Vermögen, die von Anlegerinnen und Anlegern zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage aufgebracht und für deren Rechnung verwaltet werden, sofern die Anlegerbedürfnisse in gleichmässiger Weise befriedigt würden, dem KAG. Dies gelte aufgrund von Art. 2 Abs. 1 KAG rechtsformunabhängig. Nicht dem KAG unterstellt seien operative Gesellschaften gemäss Art. 2 Abs. 2 lit. d KAG. Das KAG diene dem Schutz der Anlegerinnen und Anleger sowie der Transparenz und der Funktionsfähigkeit des Marktes für kollektive Kapitalanlagen. Es diene dem massvollen Ausbau des Anlegerschutzes.¹³ Das Bundesgericht führt weiter sinngemäss aus, Art. 2 (Geltungsbereich), Art. 7 (Begriff der kollektiven Kapitalanlage) und Art. 1 KAG (Zweck des Gesetzes) regelten andere Gegenstände, seien aber doch im Ergebnis im Zusammenhang zu lesen und zu verstehen.¹⁴

Zur Frage der Abgrenzung der operativen Gesellschaften von kollektiven Kapitalanlagen stellt das BGer fest, dass weder Gesetz, Verordnung noch Botschaft eine eindeutige Antwort lieferten.¹⁵ In der Lehre würden von verschiedenen Autoren unterschiedliche Kriterien vorgeschlagen: (i) Beruhen der Wertschöpfung auf Eigenleistung,¹⁶ (ii) Art und Geschwindigkeit der Reaktion auf das einer Anlage in-

härente Risiko,¹⁷ (iii) Art und Grad der Mitbestimmung,¹⁸ (iv) Art und Weise der Ausübung der Mitgliedschaftsrechte¹⁹ und schliesslich (v) Halte-dauer^{20,21} Das BVer stelle darauf ab, ob die Verwaltung rechtlich und faktisch über einen wesentlichen Ermessensspielraum bezüglich der Anlagepolitik verfüge und die Kompetenz habe, selbständig zu dem von ihr als richtig erachteten Zeitpunkt in neue Anlagen zu investieren oder bisherige Aktiven zu verkaufen.²²

Dieses Kriterium habe «*einiges für sich*». Da aber kein Kriterium für sich allein geeignet sei, um der Vielfalt der wirtschaftlichen Realitäten Rechnung zu tragen, sei eine Gesamtbetrachtung im Einzelfall erforderlich.²³ Relevant seien neben «*diesen Elementen*» (gemeint sind wohl die von der Lehre und vom BVer angeführten) u.a.: (i) statutarischer Zweck, (ii) Herkunft der Mittel, (iii) Organisationsgrad, (iv) Organisationsform,²⁴ (v) Art des Risikos (Markt- oder Investitionsrisiko) sowie (vi) Marktauftritt dem Investor gegenüber.²⁵ Weiter könnten (vii) subjektive Auffassungen der Anleger über den Zweck und die (viii) Zahl der Anleger als Hilfskriterien eine Rolle spielen, da das KAG den Anlegerschutz und die Markttransparenz auch den Anlegern gegenüber bezwecke. Grundsätzlich nicht entscheidend sei – ent-

¹⁷ Matthias Courvoisier/Ronnie Schmitz, Grenzfälle kollektiver Kapitalanlagen, SZW 78 (2006), 407, 412 [Hinweis des BGer].

¹⁸ Markus Pfenninger in: Rolf Watter/Nedim Peter Vogt/René Bösch/François Raiyroux (Hrsg.), Basler Kommentar Kollektivanlagengesetz, Art. 2 N 11 (nachfolgend: BSK KAG-BearbeiterIn) [Hinweis des BGer].

¹⁹ Franz Hasenböhler (Hrsg.), Recht der kollektiven Kapitalanlagen, Zürich et al. 2007, 26 Rz. 104: Keine Mitbestimmung bei Anlageentscheid [Hinweis des BGer].

²⁰ Hasenböhler (Fn. 19), 168 Rz. 664 [Hinweis des BGer].

²¹ Zum Ganzen: BGer 2C_571/2009, vom 5. November 2010, E. 2.3.2.

²² BGer 2C_571/2009, vom 5. November 2010, E. 2.3.3.

²³ Dieser Meinung ist BSK KAG-Pfenninger (Fn. 18), Art. 2 N 13 (Gesamtbetrachtung: «*typologische Betrachtungsweise*») [Hinweis der Verf.].

²⁴ Betr. Kriterien (i)–(iv) vgl. BSK KAG-Pfenninger (Fn. 18), Art. 2 N 13 [Hinweis der Verf.].

²⁵ Betr. Kriterien (i), (ii) und (v) vgl. Lionel Aeschlimann, Société ou placement collectif? Réflexion sur le champ d'application de la loi sur les placements collectifs, in: Centre d'études juridiques européennes, Université de Genève (Hrsg.), Journée de droit bancaire et financier 2008, Genf 2009, 35, 43 f. Dieser Autor nennt sodann an gleicher Stelle: Verwendete Mittel (moyens mis en œuvre) und Überwiegen (prépondérance) [Hinweis des BGer auf zitierten Aufsatz].

¹² BGer 2C_571/2009, vom 5. November 2010, E. 1.1.

¹³ BGer 2C_571/2009, vom 5. November 2010, E. 2.1.

¹⁴ BGer 2C_571/2009, vom 5. November 2010, E. 2.2.

¹⁵ BGer 2C_571/2009, vom 5. November 2010, E. 2.3.1.

¹⁶ Catrina Luchsinger Gähwiler, Die SICAF, Versuch einer Grenzziehung anhand der Immobiliengesellschaft, in: Gaudenz G. Zindel/Patrik R. Peyer/Bertrand Schott (Hrsg.), Wirtschaftsrecht in Bewegung, FS Forstmoser, Zürich et al. 2008, 281, 289 [Hinweis des BGer].

gegen der Meinung der FINMA – wie die Anlage auszugestalten wäre, sofern sie unter das KAG fiel.²⁶

2.2 Anwendung der Unterstellungskriterien auf die KG VIII

Das Bundesgericht erachtet im vorliegenden Fall folgende Sachverhaltelemente als relevant: (i) Die konkrete Ausgestaltung führt insgesamt zu einer Fremdverwaltung. Es sind (ii) insgesamt 320 Anleger beteiligt, die sich nicht persönlich kennen und die (iii) nicht in erster Linie eine Gesellschaft führen, sondern (Vorab-)Ausschüttungen einziehen wollen. (iv) Eine fixe Auszahlung, so das BGer weiter, sei in einem seriösen Geschäft kaum als Gewinnbeteiligung über eine derart lange Zeitspanne zu erreichen. (v) Die Anleger sind nur über Treuhänder als Kommanditäre (Treuhandkommanditäre) beteiligt und (vi) der Kommanditsumme von CHF 100 000 stehen Investitionen von CHF 34 Mio. gegenüber. Weiter wurde (vii) die Liquidation der Gesellschaft bereits bei Start des Projekts vorgesehen. Ferner beachtet das Bundesgericht, dass (viii) im Fall einer operativen Gesellschaft nicht die blossе Kapitalhingabe im Vordergrund steht, sondern der Gewinn *«unternehmerisch erwirtschaftet wird, d.h. durch Produktions-, Handels- oder Dienstleistungstätigkeit und einer hierauf zielenden Gewinnstrebigkeit der Gesellschaft»*. In diesen Fällen würde auch (ix) die operative Tätigkeit nicht von Finanzgeschäften verdrängt. Schliesslich ist vorliegend (x) – wie bei Hotels allgemein üblich²⁷ – der Hotelbetrieb von vornherein vom blossen Halten der Immobilie getrennt. Die KG VIII dient somit ausschliesslich dazu, das Gebäude zu finanzieren und dafür abgegolten zu werden.²⁸

3. Vom BGer offengelassene Fragen

Ob die KG VIII auch dem Bankengesetz untersteht oder ob sie zur – aufsichtsrechtlich sanktionierten – Dr. A. Gruppe zu rechnen ist, lässt das Bundesgericht explizit offen, da sich ihre Liquidation ohnehin als unverhältnismässig erweisen würde.²⁹

4. Verhältnismässigkeitsprinzip

Wo eine Anpassung sinnvollerweise möglich sei, um den gesetzeskonformen Zustand zu schaffen oder wiederherzustellen, so das Bundesgericht, solle auf die aufsichtsrechtliche Liquidation verzichtet werden. Dies soweit durch eine Liquidation unnötigerweise wirtschaftliche Werte, welche die Aufsichtsbehörde schützen solle, vernichtet würden. Nicht die Aufsichtsbehörde sollen einschätzen, welchen Aufwand die Anleger treiben wollten, um den rechtmässigen Zustand herzustellen, sondern diese selber. Entsprechend habe sie Vorschläge im Einzelnen sorgfältig zu prüfen und deren Realisierbarkeit allenfalls aufsichtsrechtlich kooperativ zu begleiten.

Die KG VIII habe sich von der Dr. A. Gruppe gelöst; sie sei daher gemäss der Rechtsprechung (BGE 136 II 43) nicht zu liquidieren. Die EBK habe im Jahr 2004 eine Auskunft erteilt, in der keine Beanstandungen gemacht worden sind. Infolgedessen müsse der Rechtszustand bis Ende 2007 als unbedenklich bezeichnet werden. Es sei daher unverhältnismässig, ohne nähere Abklärungen zur Liquidation zu schreiten; die EBK hätte Vorschläge der Gesellschaft, wie diese rechtskonform ausgestaltet werden könne, konstruktiv begleiten müssen.³⁰

5. Zusammenfassung

Die KG VIII übt nach dem Entscheid des BGer eine Aktivität gemäss KAG aus und untersteht insoweit der Aufsicht. Die Liquidation der Gesellschaft ohne nähere Prüfung der Alternativen erweist sich aber als unverhältnismässig. Damit wird die Beschwerde der FINMA gutgeheissen und die Sache zur Neuentscheidung an diese zurückgewiesen.³¹

Zusammenfassende Übersicht über die Unterstellungskriterien:³²

²⁶ Zum Ganzen: BGer 2C_571/2009, vom 5. November 2010, E. 2.4.

²⁷ Vgl. etwa den Sachverhalt in BGE 131 III 528, 539.

²⁸ Zum Ganzen: BGer 2C_571/2009, vom 5. November 2010, E. 3.

²⁹ BGer 2C_571/2009, vom 5. November 2010, E. 3.5.

³⁰ Zum Ganzen: BGer 2C_571/2009, vom 5. November 2010, E. 4.

³¹ BGer 2C_571/2009, vom 5. November 2010, E. 5.

³² Vgl. die Nachweise in Fn. 16 ff.

Lehre	Bundesgericht Obersatz	Bundesgericht betr. KG VIII
(i) Beruhen der Wertschöpfung auf Eigenleistung	(i) statutarischer Zweck	(i) Die konkrete Ausgestaltung führt insgesamt zu einer Fremdverwaltung.
(ii) Ob und wie rasch auf eine Änderung des einer Anlage inhärenten Risikos reagiert werden kann	(ii) Herkunft der Mittel	(ii) Es sind insgesamt 320 Anleger beteiligt, die sich nicht kennen.
(iii) Art und Grad der Mitbestimmung	(iii) Organisationsgrad	(iii) Die Gesellschafter wollen nicht in erster Linie eine Gesellschaft führen, sondern (Vorab-)Ausschüttungen einziehen.
(iv) Art und Weise der Ausübung der Mitgliedschaftsrechte	(iv) Organisationsform	(iv) Eine fixe Auszahlung in einem seriösen operativen Geschäft ist kaum als Gewinnbeteiligung über eine derart lange Zeitspanne zu erreichen.
(v) Haltedauer	(v) Art des Risikos (Markt- oder Investitionsrisiko)	(v) Die Anleger sind nur über Treuhänder als Kommanditäre (Treuhänderkommanditäre) beteiligt.
	(vi) Marktauftritt	(vi) Der gezeichneten Kommanditeinlage steht eine Kommanditsumme von CHF 100 000 gegenüber.
	(vii) Subjektive Auffassungen der Anleger über den Zweck (Hilfskriterium)	(vii) Die Liquidation der Gesellschaft ist bereits bei Start des Projekts vorgesehen.
	(viii) Zahl der Anleger (Hilfskriterium)	(viii) Im Fall einer operativen Gesellschaft steht nicht die bloße Kapitalhingabe im Vordergrund. Der Gewinn wird <i>«unternehmerisch erwirtschaftet, d.h. durch Produktions-, Handels- oder Dienstleistungstätigkeit und einer hierauf zielenden Gewinnstrebigkeit der Gesellschaft»</i> .
	Negativ: Grundsätzlich nicht entscheidend ist, wie die Anlage auszugestaltet wäre, sofern sie unter das KAG fiel.	(ix) Bei operativer Gesellschaft wird die operative Tätigkeit nicht von Finanzgeschäften verdrängt.
		(x) Der Hotelbetrieb ist von vornherein vom blossen Halten der Immobilie getrennt. Die KG VIII dient ausschliesslich dazu, das Gebäude zu finanzieren und dafür abgegolten zu werden.

III. Bemerkungen

1. Problemstellung

Vorliegend stellt sich die Frage nach der aufsichtsrechtlichen Behandlung einer Immobiliengesellschaft, deren ausschliessliche Tätigkeit es ist, eine Immobilie zu halten und zu vermieten. Namentlich fragt sich, ob diese Gesellschaft als operative Gesellschaft gilt (Art. 2 Abs. 2 lit. d KAG) und von einer Unterstellungspflicht ausgenommen ist.

2. Unterstellung unter das KAG

2.1 Kriterien

2.1.1 Grundlagen

Art. 2 KAG präzisiert Art. 7 KAG, und zwar in der Weise, dass Kapitalanlagen unabhängig von ihrer Rechtsform vom Geltungsbereich des KAG erfasst

sind.³³ Art. 2 Abs. 2 KAG nimmt hiervon in einer beispielhaften Aufzählung (*«insbesondere»*) verschiedene Typen von Gesellschaften und öffentlich-rechtlichen Einrichtungen aus. Lit. d ist das eigentliche Kernstück des Ausnahmekatalogs, da die Ausnahmen von lit. a–c vor dem Hintergrund zu sehen sind, dass bereits eine (anderweitige) staatliche Aufsicht besteht resp. einer Regelung nicht vorgegriffen werden sollte.³⁴ Investmentclubs und Stiftungen sind wegen fehlender Fremdverwaltung ausgenommen; Vereine gem. lit. g, da sie nicht gleichzeitig einen wirtschaftlichen Zweck verfolgen und dafür wirtschaftliche Mittel einsetzen dürfen.³⁵

³³ BSK KAG-Pfenninger (Fn. 18), Art. 2 N 2.

³⁴ BSK KAG-Pfenninger (Fn. 18), Art. 2 N 9 m.H. auf die Botschaft.

³⁵ BSK KAG-Pfenninger (Fn. 18), Art. 2 N 9.

Die Abgrenzung von operativer Gesellschaft und kollektiver Kapitalanlage ist in Gesetz und Verordnung nicht näher präzisiert (Art. 2 Abs. 2 lit. d KAG).³⁶ Auch die Botschaft zum KAG stellt lediglich fest, dass operative Gesellschaften nicht dem KAG unterstellt sein sollen «*da sie (...) nicht hauptsächlich die Erzielung von Erträgen oder Kapitalgewinnen bezwecken, sondern vielmehr unternehmerisch tätig sind.*»³⁷ In den parlamentarischen Debatten war die Frage, ob kotierte Investmentgesellschaften dem KAG unterstehen sollen, umstritten (mit dem Ergebnis der Ausnahme durch Art. 2 Abs. 3 KAG).³⁸ Über nicht kotierte, operative Gesellschaften ergab sich keine Debatte. Bereits der Vorentwurf hatte eine Ausnahme für operative Gesellschaften enthalten (Art. 3 Abs. 3 lit. d VE-KAG). In der Kommentierung zu der Entwurfsbestimmung findet sich aber zum Wesen der operativen Gesellschaft keine Aussage.³⁹

2.1.2 Zweck des Gesetzes

Das Problem bei der Abgrenzung liegt einerseits darin, dass begrifflich eine Gesellschaft unter die Definition der kollektiven Kapitalanlage fallen kann. In der Sache liegt es andererseits darin, dass jede Investition, ob in eine operative Gesellschaft oder in eine kollektive Kapitalanlage, in erster Linie auf die Erzielung eines Gewinnes gerichtet und risikobehaftet ist.⁴⁰ Eine Investition z.B. in eine junge Pharmaunternehmung dürfte als Hochrisikoanlage gelten,⁴¹ zu de-

ren Einschätzung (insb. Tätigkeit der Gesellschaft, regulatorische Fragen) ein privater Kleinanleger fachlich selber kaum in der Lage sein dürfte. Trotzdem ist ein solches operatives Geschäft nicht bewilligungspflichtig, resp. eine Emission von Beteiligungspapieren an sich untersteht nicht einer Aufsicht.⁴² Dass dies nicht logisch zwingend, sondern Ergebnis einer wertenden Abwägung ist, zeigt ein historischer Hinweis: Die Gründung von Aktiengesellschaften, die industrielle oder andere ökonomische Unternehmungen bezweckten, unterlag unter dem damaligen Bürgerlichen Gesetzbuch des Kantons Zürich⁴³ der Genehmigung durch den Regierungsrat; von demselben konnten diese aus «zureichenden auf der öffentlichen Wohlfahrt beruhenden Gründen» auch aufgelöst werden.⁴⁴

Da der Nichtunterstellung der operativen Gesellschaft eine Wertung zugrunde liegt, muss diese Ausnahme u.E. richtigerweise aus dem Zweck des Gesetzes heraus verstanden werden.⁴⁵ Dieser ist definiert in

Santhera Pharmaceuticals Holding AG, Wertverlust seit IPO: 90,37%, Quelle <http://www.six-swiss-exchange.com/shares/security_info_de.html?id=CH0027148649CHF4>, besucht am 21. Februar 2011; Addex Pharmaceuticals Ltd, Wertverlust seit IPO: 83,31%, Quelle: <http://www.six-swiss-exchange.com/shares/security_info_de.html?id=CH0029850754CHF4&view=lev1_6>, besucht am 21. Februar 2011; Basilea Pharmaceutica AG, Wertverlust seit IPO: 28,07%, Quelle: <http://www.six-swiss-exchange.com/shares/security_info_de.html?id=CH0011432447CHF4&view=lev1_6>, besucht am 21. Februar 2011; Evolva Holding AG, Wertverlust seit IPO (der damaligen Arpida): 88,05%, Quelle: <http://www.six-swiss-exchange.com/shares/security_info_de.html?id=CH0021218067CHF4>, besucht am 21. Februar 2011.

³⁶ Entgegen entsprechenden Forderungen in der Vernehmlassung, vgl. Bericht des Eidgenössischen Finanzdepartements über die Vernehmlassungsergebnisse zum Erläuterungsbericht inkl. Gesetzesentwurf der Expertenkommission «Totalrevision des Bundesgesetzes über die Anlagefonds vom 18. März 1984», 10, 18, abrufbar unter <http://www.admin.ch/ch/d/gg/pc/documents/1104/Ergebnisse_d.pdf>, besucht am 16. Februar 2011.

³⁷ Botschaft zum Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz) vom 23. September 2005, BBl 2005, 6395, 6437 (nachfolgend: Botschaft KAG).

³⁸ Amtliches Bulletin (AB) 2001 N 51, 54 ff.; AB 2006 S 342 ff.; die Expertenkommission hatte die Unterstellung noch befürwortet: Erläuterungsbericht samt Gesetzesentwurf der vom Eidgenössischen Finanzdepartement eingesetzten Expertenkommission (November 2003), 82, abrufbar unter <<http://www.svig.org/userfiles/kag/material/001.pdf>>, besucht am 15. Februar 2011.

³⁹ Erläuterungsbericht (Fn. 38), 129.

⁴⁰ Vgl. nur *Courvoisier/Schmitz* (Fn. 17), 411; *BSK KAG-Pfenninger* (Fn. 18), Art. 2 N 10.

⁴¹ Zur Illustration einige Beispiele kotierter Pharmaunternehmen, deren Kurs sich nicht erfreulich entwickelte:

⁴² BGE 136 II 43, 47, E. 4–6: «*Eigenkapitalbezogene Selbstemissionen fallen nicht in den Aufsichtsbereich der EBK bzw. der FINMA, (...)*»; es bestehen aber natürlich die börsenrechtlichen Pflichten im Fall der zitierten kotierten Unternehmen.

⁴³ Privatrechtliches Gesetzbuch des Kantons Zürich, erlassen 1853.

⁴⁴ *Hans Caspar von der Crone*, Das Aktienrecht nach dem Privatrechtlichen Gesetzbuch von Johann Caspar Blunschli, in: Gelehrte Gesellschaft, Neujahrsblatt auf das Jahr 2010, 61 m.H. auf §§ 23 und 1359 PGB.

⁴⁵ Vgl. *Courvoisier/Schmitz* (Fn. 17), 410 und 412: «*Wo die Grenze zwischen Kapitalanlage und unternehmerischer bzw. Holdingtätigkeit liegt, kann nur aus dem Gesetzeszweck heraus beantwortet werden. Nach Art. 1 KAG bezweckt das Gesetz den Schutz der Anleger sowie die Transparenz und Funktionsfähigkeit des Marktes für kollektive Kapitalanlagen. Vorliegend relevant ist der Anlegerschutz.*» Für eine zweckorientierte Auslegung in wirt-

Art. 1 KAG und beinhaltet den Anlegerschutz und den Schutz der Funktion des Marktes für kollektive Kapitalanlagen; in den Worten der Botschaft:

«Dieses *Anlegerschutzkonzept* wird nun in zweierlei Hinsicht verfeinert und erweitert. Erstens spricht *Artikel 1* des Entwurfs nicht mehr vom Schutz *des* Anlegers, sondern – im Plural – *der* Anlegerinnen und Anleger. Damit wird zum Ausdruck gebracht, dass es *den* Anleger gar nicht gibt, *sondern dass die verschiedenen Kategorien von Anlegerinnen und Anlegern jeweils (massgeschneidert) zu schützen sind.* Zweitens (...) *werden als weitere Schutzziele auch die Transparenz und die Funktionsfähigkeit des Marktes für kollektive Kapitalanlagen aufgenommen.*»⁴⁶ «Auch von politischer Seite wurde der Ruf nach einer Unterstellung immer lauter, zumal beim Börsencrash 2001–2002 mehrere SICAF *wegen unlauteren Machenschaften, mangelnder Transparenz, übersetzten Kommissionen und anderem mehr ins Gerede gekommen waren.* In verschiedenen parlamentarischen Motionen wurde daher die Unterstellung der SICAF gefordert.»⁴⁷ (Hervorhebung durch die Verf.)

Das KAG soll wie ausgeführt einerseits die Transparenz des Marktes für kollektive Anlagen gewährleisten und andererseits die Anleger schützen.⁴⁸ Ganz konkret sollen die Anleger nach den Materialien u.a. vor (i) unlauteren Machenschaften, (ii) mangelnder Transparenz und (iii) übersetzten Kommissionen geschützt werden. Diese Gefahren äussern sich v.a. in sachlich nicht begründbar komplexen Strukturen, die die Ausübung von Mitgliedschafts- und Kontrollrechten faktisch oder rechtlich erschweren oder verunmöglichen. Solche sollten daher als Indiz für eine Unterstellungspflicht gelten. Sachlich begründbare Strukturierungen – wie etwa mit steuerlichen Gründen – sollten neutral gewertet werden.

schaftlicher Betrachtungsweise auch *Hasenböhler* (Fn. 19), 11 Rz. 45 und 21 Rz. 81. Für wirtschaftliche Betrachtungsweise auch: *Urs Bertschinger*; Vom Anlagefondsrecht zum Recht der kollektiven Kapitalanlage, AJP 14 (1/2005), 3, 11.

⁴⁶ Botschaft KAG (Fn. 37), 6412.

⁴⁷ Botschaft KAG (Fn. 37), 6413.

⁴⁸ Die Publikumsgesellschaften (vgl. das Zitat im vorstehenden Abschnitt) wurden zwar im Verlauf des Gesetzgebungsprozesses vom Geltungsbereich des KAG ausgenommen (vgl. vorn bei Fn. 38). Am Gesetzeszweck hat sich hierdurch aber nichts geändert.

2.1.3 Art des Risikos insbesondere

Einigkeit besteht darin, dass eine bloss akzessorische Anlagetätigkeit nicht zur Unterstellung führt. Gesellschaften, die vorwiegend ein Dienstleistungs-, Fabrikations- oder Handelsgewerbe führen, sind nicht unterstellt. Im EBK-Jahresbericht 2008⁴⁹ findet sich – ähnlich den Ausführungen im Erläuterungsbericht⁵⁰ – folgende Aussage:

«Als operativ gelten Unternehmen, die die Erzielung von Erträgen oder Kapitalgewinnen nicht als Hauptzweck verfolgen. Die kollektive Kapitalanlage entspricht in diesen Fällen vielmehr einem ausschliesslich nebensächlichen Zweck. Damit fallen beispielsweise Aktiengesellschaften, die akzessorisch auf eigene Rechnung Kapitalanlagen tätigen und insbesondere auch Immobilien erwerben und veräussern dürfen, von vornherein nicht unter das Gesetz. Der Nichtunterstellungsgrund ist darin zu sehen, dass die operative Produktions-, Handels- oder Dienstleistungstätigkeit als eigenständiger Teil des Gewinnstrebens erfolgt. *Aus Sicht der Gesellschafter besteht das Risiko ihrer Anlagen nicht in der Kapitaleinlage und deren Verwaltung, sondern in der operativen Tätigkeit der Gesellschaft.*» (Fussnotenverweise weggelassen, Hervorhebung durch die Verf.)

Das wirtschaftliche Verlustrisiko der Investition allein ist wie erwähnt kein vom Gesetzgeber anvisiertes Abgrenzungskriterium. Daher ist bezüglich der verschiedenen Risiken zu unterscheiden (Marktrisiko, Anlagerisiko, Investitionsrisiko, operationelles Risiko oder allgemeines Geschäftsrisiko).⁵¹ Das operationelle oder allgemeine geschäftliche Risiko soll von den gesellschaftsrechtlichen Behelfen (Minderheitsrechte, Rechnungsablage) gedeckt werden. Da es sich bei der Aufsicht um einen zusätzlichen Schutz⁵² handelt, kommt dieser immer dann zum Tragen, wenn die gesellschaftsrechtlichen Schutzbehelfe allein nicht ausreichen. Anlage- und Marktrisiko sollen mit der durch die Aufsicht resultierenden Transparenz bezüglich der Anlage selber und den Markt aufgefangen werden. Das operationelle Risiko ist schwer definierbar.⁵³ Für die vorliegenden Zwecke reicht indes eine negative Definition aus (Gesamtri-

⁴⁹ Jahresbericht EBK 2008, 60 f.; vgl. auch *Esther Kobel/Karin Schmid/Daniel Roth*, Bewilligungspflichtige Finanzmarktstätigkeit, Treuhandexperte 2009, 78, 81.

⁵⁰ Erläuterungsbericht (Fn. 38), 40.

⁵¹ Für eine Risikokategorisierung vgl. z.B. *Rudolf Volkhart*, Corporate Finance, 2. A., Zürich 2005, 863.

⁵² So *Courvoisier/Schmitz* (Fn. 17), 412.

⁵³ Vgl. betr. Banken die Basel-II-Richtlinien: Basel Committee on Banking Supervision, Consultative Document, 2001, 2, abrufbar unter http://www.bis.org/publ/bcb_sca07.pdf, besucht am 21. Februar 2011.

siko abzüglich Markt- und Anlagerisiken). M.a.W. ist zu fragen, ob Markt- oder Anlagerisiken oder andere Risiken überwiegen.

Ergibt sich, dass eine Investition in eine Gesellschaft überwiegend Markt- oder Anlagerisiken aufweist, so spricht dies für das Vorliegen einer aufsichtsbedürftigen kollektiven Kapitalanlage. Das spezifische Risiko der kollektiven Kapitalanlage erweist sich als Kombination von sachlich nicht begründbar komplexen Strukturen und überwiegendem Markt- und Anlagerisiko.

Die hier angestellten Überlegungen können im Rahmen einer typologischen,⁵⁴ wirtschaftlichen und funktionalen Gesamtbetrachtung, die das Bundesgericht fordert, wie folgt Berücksichtigung finden.⁵⁵

halb enthält [heute Art. 2 Abs. 2, die Verf.] nur eine exemplifikative, nicht abschliessende Aufzählung. (...) Im Rahmen ihrer Praxis wird die Aufsichtsbehörde diesen Katalog interpretieren und nötigenfalls präzisieren müssen.»⁵⁶

Wenn der Gesetzgeber der Verwaltungsinstanz eine Entscheidungsbefugnis einräumen wollte, so darf und muss das Gericht seine Kognition beschränken.⁵⁷ Der FINMA kommt als Spezialverwaltungsbehörde ein «technisches Ermessen» zu.⁵⁸ Die Rechtsmittelinstanzen werden daher richtigerweise nicht ohne Not von den diesbezüglichen Konkretisierungen der FINMA abweichen. Somit ergibt sich, dass es der FINMA obliegt, die Abgrenzung in typologischer und wirtschaftlicher Betrachtungsweise im Einzelnen zu konkretisieren.⁵⁹

Bundesgericht Obersatz	Vorgeschlagene Gewichtung
(i) statutarischer Zweck (ii) Herkunft der Mittel (iii) Organisationsgrad (iv) Organisationsform (v) Art des Risikos (vi) Marktauftritt (vii) Subjektive Auffassungen der Anleger (Hilfskriterium) (viii) Zahl der Anleger (Hilfskriterium) Durch Berücksichtigung betr. KG VIII ebenfalls beachtlich: Fremdverwaltung Negativ: Grundsätzlich nicht entscheidend ist, wie die Anlage ausgestaltet wäre, wenn sie unter das KAG fiel.	(i) Tätigkeit / Risiko – nicht vorwiegend Führung eines Dienstleistungs-, Fabrikations- oder Handelsgewerbes / bloss akzessorische Anlagetätigkeit. Indizien: – statutarischer Zweck – Art des überwiegenden Risikos (ii) Organisatorisches – sachlich nicht begründbar komplexe Strukturen – Fremdverwaltung – Organisationsgrad – Organisationsform – Herkunft der Mittel (iii) Auftritt am Markt / gegenüber Anleger – Marktauftritt – subjektive Auffassungen der Anleger über den Zweck (Hilfskriterium) – Zahl der Anleger (Hilfskriterium) <i>Anmerkung: materielle Ergänzungen sind kursiv dargestellt.</i>

2.1.4 Einfluss von Verfahren und Kognition auf die Kriterien

In Bezug auf das Verfahren und die Kognition der befassten Instanzen ist anzumerken:

«Erfahrungsgemäss ist es fast unmöglich, auf Gesetzesstufe sämtliche Unterstellungsfragen abschliessend zu lösen. Des-

⁵⁶ Erläuterungsbericht (Fn. 38), 40.

⁵⁷ Ulrich Häfelin/Georg Müller/Felix Uhlmann, Allgemeines Verwaltungsrecht, 6. A., Zürich et al. 2010, Rz. 446d m.w.H.

⁵⁸ BGE 135 II 356, 360, E. 3.1: «Die Frage, wie die EBK ihre Aufsichtsfunktion im Einzelnen erfüllt, ist weitgehend ihrem «technischen Ermessen» anheimgestellt.

⁵⁹ Vgl. Kurzbericht Kundenschutz der FINMA vom 24. November 2010, 8 f. <<http://www.finma.ch/d/finma/publikationen/Documents/anlegerbericht-20101124-d.pdf>>.

⁵⁴ BSK KAG-Pfenninger (Fn. 18), Art. 2 N 13.

⁵⁵ Botschaft KAG (Fn. 37), 6413; vgl. auch die Hinweise in Fn. 45.

2.2 Anwendung der Unterstellungskriterien auf die KG VIII

Die Unterstellung der KG VIII unter das KAG bietet im Ergebnis keinen Anlass zu Kritik. Immobiliengesellschaften sind weder vom Gesetz an sich noch vom Bundesrat auf dem Verordnungsweg (aufgrund der Ermächtigung in Art. 6 KAG) vom KAG ausgenommen.⁶⁰ Vom Typ der rechtlichen Konstruktion her – Beteiligung nur über Treuhandkommanditäre, keine Eintragung im Handelsregister – ist der Anlagezweck unverkennbar. Erheblich erscheint ferner, dass die Liquidation der Gesellschaft bereits im Anfangsstadium geplant war. Zwar wurde die Vorschrift über die Maximaldauer der Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen entgegen dem bundesrätlichen Entwurf vom Parlament ersatzlos gestrichen,⁶¹ doch deutet dieser Umstand darauf hin, dass nicht das Führen einer Gesellschaft, sondern eine Anlage bezweckt war.⁶² Das Risiko der Investition erschöpft sich weitgehend in einem Markt- und Anlagerisiko.

Relevant ist aber wohl auch der Umstand, dass es sich um zahlreiche, v.a. ausländische und private Investoren handelte, die zunächst ihre Mitgliedschaftsrechte nicht ausübten⁶³ und daher im Sinne des differenzierten Anlegerschutzes schutzbedürftig waren. So gesehen bestand ein spezifisches Risiko einer kollektiven Kapitalanlage bei einem entsprechenden Marktauftritt.

Wie im Fall einer zeitlich unbeschränkten (Immobiliens-)Kommanditgesellschaft mit «Direktkommanditären» zu urteilen wäre, die ihre Mitgliedschaftsrechte tatsächlich ausüben, ist damit nicht entschieden. Vermerkt werden kann, dass Investmentclubs ohnehin freigestellt werden können (vgl. Art. 2 Abs. 2 lit. f KAG).

3. Offengelassene Fragen

Im Verfahren 2C_570/2009 war angekündigt worden, im vorliegend besprochenen Fall zusammen mit der Unterstellungspflicht unter das KAG die Frage zu behandeln, «*was finanzmarktrechtlich als Fremd- und was als Eigenkapital zu gelten hat*».⁶⁴ Da das Bundesgericht die Frage der Unterstellung unter das Bankengesetz vorliegend aber offenlässt, weil dies nicht entscheidungswesentlich sein könne, bleibt es bei den bundesgerichtlichen Feststellungen in BGE 136 II 43 («*Eigenkapitalbezogene Selbstemissionen fallen nicht in den Aufsichtsbereich [...] der FINMA [...]*») [Regeste]⁶⁵).⁶⁶

4. Verhältnismässigkeitsprinzip

4.1 Bestätigung der Praxis

Erneut bestätigt das Bundesgericht in begrüssenswerter Weise, dass an der Geltung des Verhältnismässigkeitsprinzips im Finanzmarktrecht kein Zweifel besteht (Art. 5 Abs. 2 BV).⁶⁷ Betont wird insbesondere die Erforderlichkeit der aufsichtsrechtlichen Massnahmen sowie⁶⁸ gleichzeitig deren Zweck. Gemäss BGE 136 II 43 gilt:

«Mit der Beschwerdeführerin ist davon auszugehen, dass beim aufsichtsrechtlichen Entscheid *in erster Linie die Interessen der Anleger* zu wahren sind; es sollen Gesellschaften liquidiert werden, die vorwiegend von finanzmarktrechtlich illegalen Tätigkeiten leben und Gläubiger gefährden, *nicht Gesellschaften, die (allenfalls) in punktueller Verkennung finanzmarktrechtlicher Pflichten eine legale Tätigkeit ausüben (...)*»⁶⁹ (Hervorhebung durch die Verf.).

⁶⁴ BGer 2C_570/2009, vom 1. März 2010, E. 1.2 *i.f.*

⁶⁵ Vgl. sodann im gleichen Entscheid BGE 136 II 43, 57, E. 7.3.1 *i.f.*

⁶⁶ Die Ausnahme von Art. 13 Abs. 3 KAG i.V.m. Art. 8 KKV ist nicht einschlägig; für die SICAV, die SICAF sowie die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen bestehen keine Ausnahmen von der Bewilligungspflicht, da sie einzig den Vertrieb der eigenen Kapitalanlage bezwecken, vgl. *Hasenböhler* (Fn. 19), 37 bei Fn. 179 m.H. auf den Erläuterungsbericht KKV, 10, abrufbar unter <<http://www.efd.admin.ch/dokumentation/zahlen/00578/01091/index.html?lang=de>>, besucht am 21. Februar 2011.

⁶⁷ BGer 2C_571/2009, vom 5. November 2010, E. 4; BGE 136 II 43, 50, E. 4.3.2; vgl. zu diesem Fall auch *Benjamin Bloch/Hans Caspar von der Crone*, Begriff der Gruppe in Fällen unbewilligter Effektenhändlerstätigkeit, SZW 82 (2010), 161, 168.

⁶⁸ BGE 136 II 43, 58, E. 7.3.3.

⁶⁹ BGE 136 II 43, 58, E. 7.3.4.

⁶⁰ *Hasenböhler* (Fn. 19), 169 Rz. 665; a.A. *Courvoisier/Schmitz* (Fn. 17), 412 (Wahlrecht).

⁶¹ Nachweis bei *Peter V. Kunz*, Die neue Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KkK), in: Peter V. Kunz/Oliver Arter/Florian S. Jörg (Hrsg.), *Entwicklungen im Gesellschaftsrecht IV*, 45, 53 Fn. 68.

⁶² Vgl. *Hasenböhler* (Fn. 19), 168 Rz. 664 (Haltedauer als Indiz).

⁶³ Zu diesem Hilfskriterium: *BSK KAG-Pfenninger* (Fn. 18), Art. 2 N 11.

4.2 Konsequenz: Doppelter Anlegerschutz

Diese Rechtsprechung wird nun weitergeführt: Der hier besprochene Entscheid des Bundesgerichts bestätigt, dass das Verhältnismässigkeitsprinzip nicht nur der aufsichtsrechtlich zu sanktionierenden Gesellschaft⁷⁰ selber als «Abwehrargument» zugute kommen kann, sondern dass dieses Prinzip auch zur Konsequenz hat, dass die Gesellschaft nicht in einer Art sanktioniert werden darf, die den Anlegerschutz mittelbar beeinträchtigen würde.

Dies ist fraglos zutreffend. Dogmatisch ist dieses Ergebnis aus zwei Gründen richtig: Erstens muss eine zweckgerichtete (teleologische) Gesetzesauslegung⁷¹ dazu führen, dass der gewollte «massvolle» Anlegerschutz⁷² Tatsache wird. Zweitens führt die im Kapitalmarktrecht übliche funktionelle oder wirtschaftliche Betrachtungsweise dazu, dass (auch) der wirtschaftlich Berechtigte in Genuss des Schutzes durch das Verhältnismässigkeitsprinzip kommen muss. So gesehen kann gesagt werden, dass die funktionelle Betrachtungsweise nicht nur gegen die Rechtsunterworfenen wirkt – wie etwa z.B. in der Frage der Unterstellung als Gruppe –, sondern eben auch für die wirtschaftlich Berechtigten.

Im Ergebnis führt diese differenzierte Rechtsprechung dazu, dass ein «doppelter» Anlegerschutz für gutgläubige Anleger besteht. Einerseits sind Anleger vor unseriösen Anbietern zu schützen, andererseits aber auch vor allfällig nicht in ihrem Interesse liegenden Massnahmen der Aufsichtsbehörde:

«Es ist in Fällen wie dem vorliegenden nicht an der Aufsichtsbehörde, darüber zu spekulieren, welchen Aufwand die Investoren bereit sein könnten, auf sich zu nehmen, um den gesetzlichen Zustand (wieder-)herzustellen.»⁷³

Diese Äusserung verdient Zustimmung. Es ist tatsächlich vorzuziehen, wenn gutgläubige Anleger, deren Anlage sich aus irgendeinem Grund als nicht rechtskonform erweist, die weiteren Anlageentscheide selber treffen können, sofern dies im konkreten Fall möglich ist.

⁷⁰ Genauer: Der oder dem zu Unrecht nicht über eine Bewilligung Verfügenden.

⁷¹ Vgl. vorne bei Fn. 45.

⁷² Botschaft KAG (Fn. 37), 6369.

⁷³ BGer 2C_571/2009, vom 5. November 2010, E. 4.5.

5. Bedeutung des Entscheids

Die Urteilsberatung dauerte offenbar mehrere Stunden; gemäss den mündlichen Ausführungen des Referenten sollten dem KAG «*nicht gleich beim ersten Mal schon die Zähne*» gezogen werden.⁷⁴ Der Meinung, es handle sich um ein «*Exempel am Grenzfall*» war daher die NZZ.⁷⁵ Andere Pressestimmen nannten das Urteil «*salomonisch*».⁷⁶

Erste Reaktionen aus der Fachwelt auf den Entscheid stellten – vor Publikation der Erwägungen – die Frage, ob der Entscheid «*specific to the facts*» ausgefallen war.⁷⁷ Dass es für die Abgrenzung der operativen Gesellschaft von der kollektiven Kapitalanlage gemäss Art. 2 Abs. 2 lit. d KAG auf eine Gesamtschau der Elemente ankommt, stellt zwar eine Klarstellung dar. Da aber eben die Umstände des Einzelfalles entscheidend sind, fällt eine Verallgemeinerung tatsächlich nicht leicht.

Die Frage nach der möglicherweise beschränkten Tragweite des Entscheids dürfte aber auch auf der Subsumtionsebene im Licht des Kontextes und des doch eher spezifischen Sachverhalts zu bejahen sein. Ebenfalls in eine relativierende Richtung deutet der Umstand, dass der Entscheid derzeit nicht zur Publikation vorgesehen ist.

⁷⁴ Zit. gemäss: Exempel am Grenzfall, NZZ vom 8. November 2010, 17.

⁷⁵ *Id.*

⁷⁶ Bundesgericht schützt deutsche Anleger, Tages-Anzeiger vom 6. November 2010, abrufbar unter <http://www.schweizerhof-zermatt.com/Zuerchertagesanzeiger_Bundesgericht_6.11.10.pdf>, besucht am 26. Februar 2011; vgl. auch Bundesgericht erspart FINMA eine Blamage, BaZ vom 8. November 2011, abrufbar unter <http://www.schweizerhof-zermatt.com/Baslerzeitung_Finmablamage_08.11.10.pdf>, besucht am 14. März 2011.

⁷⁷ *Benedikt Maurenbrecher/Daniel Haebler/René Bösch/Simon Schären*, Controversial Federal Supreme Court judgment with respect to the scope of the Collective Investment Schemes Act (CISA), in: Homburger Bulletin, November 10, 2010, <www.homburger.ch/fileadmin/publications/Bulletin_10.11.2010_01.pdf>, besucht am 10. Februar 2011. Vgl. nunmehr kritisch *Andreas Bohrer*, Mission impossible im Kollektivanlagenrecht – Die Abgrenzung von kollektiven Kapitalanlagen und operativen Gesellschaften, Besprechung des Urteils 2C_571/2009 des Bundesgerichts, GesKR 2011, 76 ff., insb. 78 ff.

IV. Fazit

Das Bundesgericht hält fest, dass für die Frage der Abgrenzung von operativer Gesellschaft und kollektiver Kapitalanlage eine Gesamtschau aller Elemente entscheidend ist und nicht ein einzelnes Kriterium.

Wesentlich sind u.a.: Art des Risikos (Anlage), die Organisation (sachlich nicht begründbar komplexe Strukturen, Fremdverwaltung) sowie der Marktauftritt.

Das Bundesgericht bestätigt seine Praxis, wonach aufsichtsrechtliche Massnahmen nicht weiter gehen dürfen, als zur Wiederherstellung des ordnungsgemässen Zustandes nötig ist (Verhältnismässigkeit), und bewerkstelligt so faktisch einen doppelten Anlegerschutz: Schutz vor unlauteren Angeboten einerseits und gegenüber aufsichtsrechtlichen (Liquidations-)Massnahmen andererseits, die Anlagewerte zerstören würden.
