

## Fremdkapital in Infrastrukturanlagen

# Hebel oder nicht Hebel, das ist hier die Frage

Mit der Einführung der Anlagekategorie Infrastruktur in den BVV 2 stellen sich diverse Umsetzungsfragen. Eine Kernfrage ist, wie der Einsatz von Fremdkapital (Hebel) in den Anlagegefässen erfolgt – je nachdem gilt die Investition im Sinne der BVV 2 als Infrastruktur- oder wie bisher als alternative Anlage. Erster Teil einer juristischen Klärung.

---

## IN KÜRZE

Kollektive Infrastrukturanlagen werden typischerweise mit sehr viel Fremdkapital finanziert. Ob die Anlage als Infrastruktur- oder als alternative Anlage gilt, entscheidet sich daran, ob die Fremdkapitalaufnahme als Hebel im Sinne der BVV 2 zu qualifizieren ist.

---

Per 1. Oktober 2020 ist Art. 53 Abs. 1 lit. d<sup>bis</sup> BVV 2 in Kraft getreten, der «Anlagen in Infrastrukturen» als eigene Anlagekategorie der BVV 2 einführt. Damit sollen Investitionen in Infrastrukturanlagen vom latenten Stigma der alternativen Anlagen befreit und so gefördert werden.<sup>1</sup> Unverändert gilt allerdings, dass ein Hebel nur in alternativen Anlagen, Immobilienanlagen (unter gewissen Voraussetzungen) sowie Derivatzen zulässig ist.<sup>2</sup>

Vorsorgeeinrichtungen erwerben Infrastrukturanlagen in den allermeisten Fällen über ein kollektives Anlagegefäss. Diesem liegt eine mehr oder weniger komplexe Struktur zugrunde, die meistens erhebliches Fremdkapital beinhaltet. Wenn dieses Fremdkapital nun als Hebel gilt, dann wird aus der Infrastrukturanlage eine alternative Anlage.

### Die Einordnung des Anlageprodukts ist entscheidend

Damit ist klar, weshalb die Frage, wann denn ein Hebel vorliegt, für eine Vorsorgeeinrichtung relevant ist: Entscheidet der Stiftungsrat oder der Anlageausschuss über die Investition in eine Infrastrukturanlage, obliegt es ihm zu überprüfen, ob das infragestehende Anlageprodukt die Voraussetzungen für

eine Einordnung als Infrastrukturanlage erfüllt. Dies beinhaltet unter anderem die Prüfung, ob der im Anlageprodukt vorgesehene Fremdkapitaleinsatz mit dem Hebelverbot vereinbar ist.

Hat der Stiftungsrat die Auswahl der Vermögensanlagen an einen Vermögensverwalter delegiert, kommt diesem die Aufgabe der Einordnung der gewählten Anlagen zu. Die Gesamtverantwortung für den Vermögensverwaltungsprozess und die Einhaltung der Anlagerichtlinien verbleibt jedoch beim Stiftungsrat.

### Juristische Vorgehensweise zur Begriffsklärung

Wie ist also zu entscheiden, wann ein Hebel vorliegt und wann nicht? Will man diese Fragen beantworten, kommt man nicht umhin, zu fragen, was genau ein Hebel im Sinne des Art. 53 Abs. 5 BVV 2 ist. Die Interpretation von Bestimmungen in Bezug auf eine Vielzahl verschiedener – und vom Gesetz- oder Ordnungsgeber oft nicht vorhergesehener – Fälle ist die Aufgabe von Juristen (im Extremfall denjenigen des Bundesgerichts).

Bei der Beantwortung der Frage, wann und wie eine Gesetzes- oder hier Ordnungsbestimmung (Hebelverbot) auf einen Sachverhalt (Fremdkapitalaufnahme) anzuwenden ist, gehen wir wie folgt vor: Zunächst versucht man es mit dem Wortlaut, denn grundsätzlich wäre wünschenswert, dass eine Bestimmung aus sich selbst heraus verständlich ist. Im vorliegenden Fall hilft dies aber nicht



**Laurence Uttinger**  
lic. iur., Rechtsanwältin,  
AVS Rechtsanwältin AG,  
Zug



**Raphael Zellweger**  
M.A. HSG, Rechtsanwalt,  
AVS Rechtsanwältin AG,  
Zug

<sup>1</sup> Siehe hierzu die Motion Nummer 15.3905 von Nationalrat Thomas Weibel, «Infrastrukturanlagen für Pensionskassen attraktiver machen», sowie die Mitteilungen über die berufliche Vorsorge Nr. 153, 10.

<sup>2</sup> Art. 53 Abs. 5 BVV 2.

weiter, weil der Begriff «Hebel» nicht näher erklärt ist.

In diesen Fällen hat man nach der allgemeinen Bedeutung des Begriffs zu suchen, was – wie wir weiter unten sehen werden – nicht in allen Fällen zu einem befriedigenden Ergebnis führt. Zuletzt ist, neben dem Kontext, in dem eine Norm steht, auch zu berücksichtigen, welches Ziel der Gesetz- oder Verordnungsgeber mit der Regelung erreichen wollte. Man sucht also nach dem Hintergrund der Regelung und nach den Überlegungen, die sich der Gesetz- oder Verordnungsgeber beim Erlass gemacht hat. Dies immer mit dem Ziel, neue Fälle im Sinn und Geist der Regelung zu entscheiden und so eine faire Rechtsanwendung sicherzustellen.

Dafür ist es notwendig, die Zwecksetzung der Norm überhaupt erkennen zu können. Wird diese nicht genug transparent dargelegt oder finden sich widersprüchliche Tendenzen in den Erläuterungen, die es erschweren herauszufinden, was das Regelungsziel war, führt dies zu unnötiger Rechtsunsicherheit.

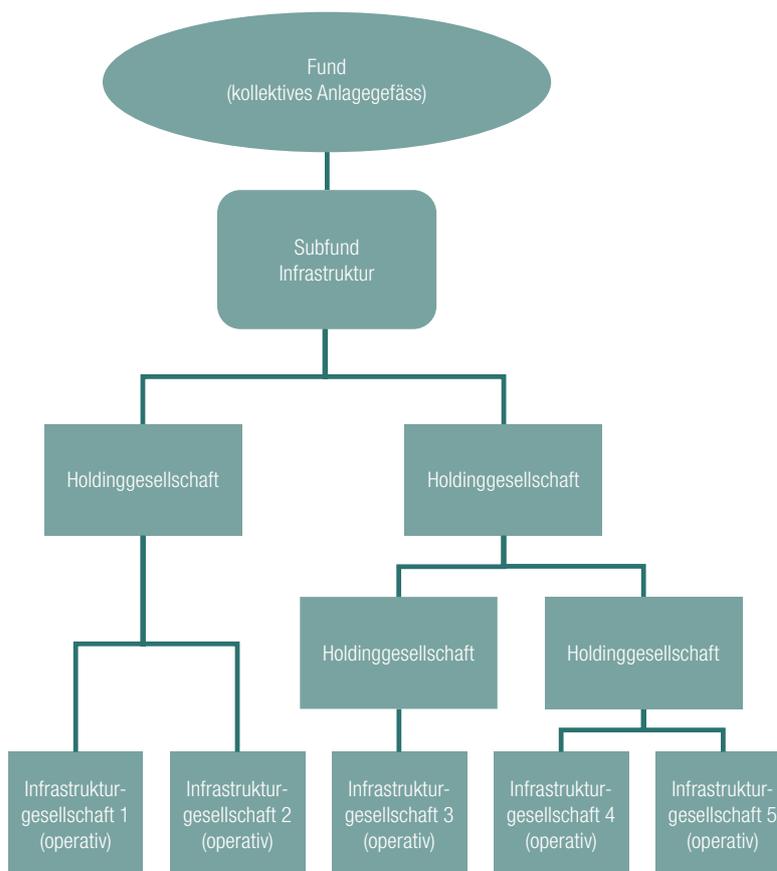
### Auf welcher Ebene wird Fremdkapital aufgenommen?

Nimmt man im vorliegenden Fall die Erläuterungen des Verordnungsgebers zur Hand, hält dieser fest, «dass der Einsatz von Fremdkapital auf der Ebene einer Infrastruktur-Firma nicht als Hebel gilt. Solche Anlagen (Beteiligungen an solchen Firmen/Projekten) sind demnach Infrastrukturanlagen (...). Werden jedoch die Beteiligungen an dieser Firma/am Projekt gehebelt, zum Beispiel auf Fund- oder Fund-of-Fund-Stufe, dann gilt dies als Hebel.»<sup>3</sup>

Diesen Äusserungen lässt sich folgendes entnehmen: Der Verordnungsgeber geht davon aus, dass eine Fremdkapitalaufnahme innerhalb der den Sachwert haltenden Gesellschaft (so interpretieren wir die Wendung «Infrastruktur-Firma») nie als Hebel gilt. Ebenfalls einigermaßen klar geht hervor, dass eine Fremdkapitalaufnahme auf Fund- oder Fund-of-Fund-Stufe wohl als Hebel anzusehen ist.

In der Praxis dürfte eine Vorsorgeeinrichtung kaum je das Eigentum am Sachwert selbst (z. B. einer Windkraftan-

## Struktur eines Infrastrukturfonds



lage) oder an der operativen Gesellschaft erwerben. In den meisten Fällen wird sie einen Anteil an einer kollektiven Anlage erwerben, die ihrerseits in solche Gesellschaften investiert.

Betrachtet man die typische Struktur eines Infrastrukturfonds (siehe Darstellung), sieht man, dass über eine Holdingstruktur mehrere Gesellschaften eingebunden sind. Dabei ist in der Praxis bekannt, dass Infrastrukturprojekte zu einem sehr bedeutenden Teil fremdfinanziert sind. Für die vorliegende Frage in diesem Zusammenhang besonders relevant ist der Umstand, dass die Fremdkapitalaufnahme dabei nicht zwingend auf Ebene der operativen Gesellschaften, sondern auch auf Stufe der Holdinggesellschaften erfolgen kann.

### Fremdkapitalaufnahme in den Holdinggesellschaften

Vergleicht man diese Struktur mit den Erläuterungen des BSV, fällt auf, dass zwischen den explizit genannten «Infra-

strukturfirmen», das heisst der untersten Ebene von Gesellschaften, die den Sachwert halten, und der Fund-of-Fund-Stufe noch viele weitere Gesellschaften/Gefässe stehen können. Im zweiten Teil dieses Artikels gehen wir der Frage nach, in welchen Fällen bei einer Fremdkapitalaufnahme in den Gesellschaften, die zwischen der operativen Gesellschaft und dem Fonds stehen, von einem Hebel auszugehen ist. **I**

### Fortsetzung folgt

red. Der zweite Teil dieses Artikels wird in der Juliausgabe der «Schweizer Personalvorsorge» publiziert, deren Akzentteil sich mit dem Thema Infrastruktur beschäftigt.

<sup>3</sup> Mitteilungen über die berufliche Vorsorge Nr. 153, 14.