

Sonderdruck aus

Europa Institut Zürich Band 131

Kapitalmarkttransaktionen VII

Herausgeber: Thomas U. Reutter, Thomas Werlen

ETFs und andere
passive Finanzinstrumente
am Kapitalmarkt

Catrina Luchsinger Gähwiler

Schulthess §



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Herausgeber:

Thomas U. Reutter, Thomas Werlen

Kapitalmarkttransaktionen VII

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, vorbehalten. Jede Verwertung ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme.

© Schulthess Juristische Medien AG, Zürich · Basel · Genf 2012
ISBN 978-3-7255-6646-4

www.schulthess.com

Inhaltsübersicht

Regulatorische Rahmenbedingungen für hybride Instrumente im Banken- und Versicherungsbereich	7
<i>Dr. Martin Lanz, Rechtsanwalt, Schellenberg Wittmer, Zürich</i>	
ETFs und andere passive Finanzinstrumente am Kapitalmarkt	23
<i>Dr. Catrina Luchsinger Gähwiler, Rechtsanwältin, Froriep Renggli, Zürich</i>	
Insiderrecht im Umbruch	55
<i>Dr. Mariel Hoch, Rechtsanwältin, Bär & Karrer AG, Zürich</i>	
Neue Rahmenbedingungen für bankregulatorische Eigenmitteltransaktionen – CoCos, Write-Down-Anleihen und Aktienemissionen aus Vorratskapital	89
<i>Dr. René Bösch, Rechtsanwalt, LL.M., Homburger AG, Zürich, und Anh Huynh, Rechtsanwältin, LL.M., Homburger AG, Zürich</i>	
Änderungen der EU-Prospektrichtlinie und praktische Hinweise für Platzierungen in der EU und in den USA	131
<i>Gernot W. Wagner, Rechtsanwalt, Allen & Overy LLP, Frankfurt am Main</i>	
Grenzüberschreitende Platzierungen in die Schweiz	165
<i>Dr. Patrick Schleiffer, M.C.J., Rechtsanwalt, Lenz & Staehelin, Zürich, und Dr. Damian Fischer, Rechtsanwalt, LL.M., Lenz & Staehelin, Zürich</i>	

ETFs und andere passive Finanzinstrumente am Kapitalmarkt

Catrina Luchsinger Gähwiler

Inhalt

I.	Einleitung.....	24
II.	Exchange Traded Funds (ETF).....	25
1.	Entwicklung und Bedeutung.....	25
a)	Entstehung der ETFs.....	25
b)	Heutige Bedeutung im Schweizer Markt.....	26
2.	Rechtsgrundlage und Definition.....	27
3.	Indexreplikation.....	28
a)	Begriff.....	28
b)	Physische Replikation.....	29
c)	Synthetische Replikation.....	32
aa)	Unfunded Swap ETF.....	32
bb)	Funded Swap ETF.....	35
4.	Bewilligung des ETF als kollektive Kapitalanlage.....	36
a)	Vorliegen einer kollektiven Kapitalanlage bei Funded Swap ETFs.....	36
b)	Verfahrensrechtliche Aspekte.....	39
c)	Bewilligungsvoraussetzungen.....	39
aa)	Grundvoraussetzungen.....	39
bb)	Zusätzliche Voraussetzungen für schweizerische und ausländische ETFs.....	40
5.	Börsenrechtliche Aspekte.....	41
a)	Kotierungsvoraussetzungen.....	41
b)	Kotierungsunterlagen.....	42
c)	Handel.....	42
aa)	Berechnung und Publikation eines indikativen Net Asset Values.....	42
bb)	Pflichten des Market Makers.....	43
III.	Exchange Traded Structured Funds (ETSF).....	45
IV.	Passive Finanzprodukte als Strukturierte Produkte.....	46
1.	Einleitung und Abgrenzung.....	46
a)	Einleitung.....	46
b)	Abgrenzung zu den kollektiven Kapitalanlagen.....	46
c)	Fazit.....	47
2.	Kategorien passiver Finanzinstrumente in der Form von Schuldverschreibungen.....	48

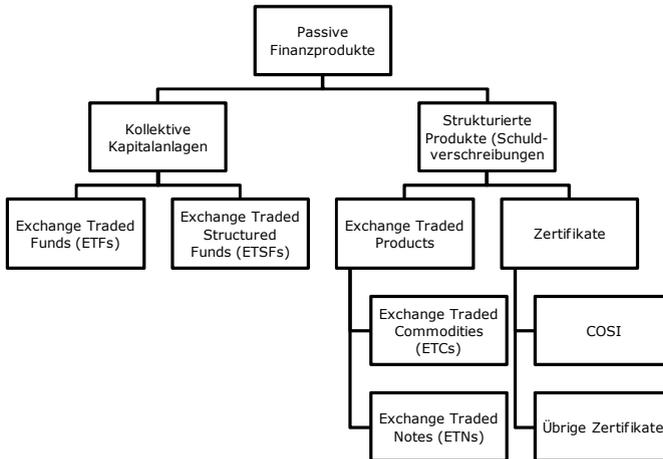
3. Exchange Traded Products (ETP).....	49
a) Merkmale	49
b) Besicherung.....	49
c) Kotierung.....	50
aa) Anforderungen	50
bb) Verfahren	51
d) Handel	52
4. Collateral Secured Instruments (COSI)	52
a) Merkmale	52
b) Besicherung.....	52
c) Kotierung.....	53
d) Handel.....	53
V. Zusammenfassung	54

I. Einleitung

Passive Finanzinstrumente sind Anlageprodukte, welche passiv verwaltet werden. Dies bedeutet, dass das Produkt aus von Anfang an bestimmten Basiswerten (im Falle von Effektenkörben) oder bestimmbaren Basiswerten (im Falle der Nachbildung von Indizes) besteht. Ein aktiver Eingriff des Managers in die Portfoliostruktur des Anlageproduktes findet im Grundsatz nicht statt. Diese Produkte erfreuen sich grosser Beliebtheit, da sie den Ruf haben, kostengünstiger zu sein als aktiv verwaltete Produkte. Entsprechend entwickelten sich die Produkte in diesem Bereich in den letzten zehn Jahren überdurchschnittlich stark, sowohl was die Produktvielfalt als auch was die Komplexität der Produkte betrifft. Diese marktseitige Entwicklung wurde unterstützt durch die Haltung der SIX Swiss Exchange, proaktiv neue Segmente zu schaffen, um Marktnachfragen nach neuen Produkten frühzeitig zu begegnen.

Aktuell lässt sich der Markt passiver Finanzinstrumente anhand der börsenrechtlichen Behandlung in der Schweiz wie folgt einteilen¹:

¹ In Bezug auf die verschiedenen passiven Finanzprodukte besteht keine einheitliche Terminologie. Die vorliegend verwendete Terminologie orientiert sich an den Defi-



II. Exchange Traded Funds (ETF)

1. Entwicklung und Bedeutung

a) Entstehung der ETFs

Das Konzept der Exchange Traded Funds (ETFs) wurde in den USA entwickelt und verstand sich als Antwort auf zwei wesentliche Nachteile des börslichen Handels von Fondsanteilen üblicher Anlagefonds. Der erste Nachteil liegt im Prinzip des Forward Pricings: der Anleger kennt den Preis im Zeitpunkt des Erwerbs nicht, da der Ausgabe- und Rücknahmepreis erst nach Abschluss der Berechnung des Nettoinventarwertes zum Börsenschlusskurs desselben Tages feststeht.² Sodann weist der börsliche Handel den zusätzlichen Nachteil auf, dass der Börsenkurs vom inneren Wert der Anteile abweichen kann, da der Kurs einzig durch Angebot und Nachfrage an der Börse bestimmt wird.³ Mit ETFs sollen die Vorzüge von sog. „closed-end-funds“

itionen, welche den verschiedenen Segmenten der SIX Swiss Exchange und der Derivatebörse Scoach zugrunde liegen.

² HASENBÖHLER FRANZ (Hrsg.), *Recht der kollektiven Kapitalanlagen*, Zürich 2007, N 349.

³ HASENBÖHLER (FN 2), N 349.

mit denjenigen von kollektiven Kapitalanlagen im eigentlichen Sinne verknüpft werden.⁴ Sie sind zwar open-ended, aber die Ausgabe und Rücknahme von Anteilen ist nur in grossen Mindeststückzahlen möglich, und zwar nur in Form einer Einlage bzw. Rücknahme physischer Wertschriftenpakete. Der Anleger kauft und verkauft die Anteile grundsätzlich über die Börse, wie dies für „closed-end-funds“ typisch ist. Ein Market Maker stellt dabei durch Arbitrage sicher, dass nur eine minimale Abweichung zwischen dem Inventarwert des Fonds und seinem Börsenkurs besteht.⁵

Die ersten einfachen ETFs kamen vor rund zwölf Jahren auf den Schweizer Markt.⁶ Seither haben sich die Produkte hinsichtlich ihrer Komplexität weiterentwickelt und es sind verschiedene neue, aber verwandte Produktformen entstanden, was sowohl für den Anleger wie auch für den Regulator neue Herausforderungen mit sich brachte.⁷

b) Heutige Bedeutung im Schweizer Markt

ETFs verzeichnen einen ungebrochenen Erfolg. Mit Umsatzwachstum im zweistelligen Bereich und 784 kotierten ETFs per Mitte Mai 2012⁸ stellen die ETFs den Boommarkt an der SIX Swiss Exchange dar.

Von den 784 kotierten ETFs haben 105 ETFs das Fondsdomizil in der Schweiz, 346 sind in Luxemburg domiziliert, 198 in Irland, 132 in Frankreich und 3 in Deutschland. Diese Zahlen sind indes insofern zu relativieren, als dass ETFs, welche in mehreren Währungen oder unterschiedlichen Anteilsklassen handelbar sind, mehrfach gezählt werden. So entsprechen die bei der SIX Swiss Exchange aufgeführten 101 ETFs mit Fondsdomizil Schweiz lediglich rund 40 ETFs, die von der FINMA zugelassen wurden.

⁴ Jahresbericht EBK 2000, 65.

⁵ Vgl. auch Jahresbericht EBK 2000, 65 f.

⁶ Vgl. Jahresbericht EBK 2000, 65; Nachweise bei WICKI MARC, Der börsliche Handel mit Anlagefonds aus Sicht des Anlagefondsgesetzes, Diss. Zürich 2003, 155.

⁷ Jahresbericht EBK 2000, 65; WICKI (FN 6), S. 154.; FINMA-Mitteilung 29 (2011) vom 21. September 2011, 3.

⁸ Vgl. die Angaben der SIX Swiss Exchange auf ihrer Website unter <http://www.six-swiss-exchange.com/funds/issuers/productprovider_list_de.html>.

2. Rechtsgrundlage und Definition

ETFs unterstehen in der Schweiz als kollektive Kapitalanlagen dem KAG.^{9,10} Selbst wenn das KAG keine Legaldefinition für ETFs kennt¹¹, so gelten ETFs zunächst einmal als offene kollektive Kapitalanlagen im Sinne des KAG, deren Anteile wie Aktien an der Börse gehandelt werden können¹² und deren Laufzeit unbegrenzt ist.¹³ Dabei ist zunächst zu unterscheiden zwischen schweizerischen ETFs einerseits und zum öffentlichen Vertrieb zugelassene ausländische kollektive Kapitalanlagen andererseits.¹⁴

Schweizerische ETFs könnten grundsätzlich in der Form des vertraglichen Anlagefonds¹⁵ oder in der Form der Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (SICAV)^{16,17} strukturiert werden. Allerdings existieren heute ausschliesslich kollektive Kapitalanlagen der vertraglichen Form, welche als übrige Fonds für traditionelle Anlagen ausgestaltet sind.

Ausländische kollektive Kapitalanlagen, welche in der Schweiz vertrieben werden sollen, benötigen eine entsprechende Zulassung durch die FINMA, wenn ihr Vertrieb nicht auf qualifizierte Anleger eingeschränkt ist. ETFs sind aufgrund der Börsenkotierung Retailprodukte. Entsprechend unterliegen ausländische ETFs per se der Bewilligungspflicht für den Vertrieb in der Schweiz.¹⁸ Die Bewilligung wird faktisch nur den europäischen ETFs in

⁹ Bundesgesetz vom 23. Juni 2006 über die kollektiven Kapitalanlagen, SR 951.31.

¹⁰ LANDERT RAINER, Fonds und andere Kollektivanlagen, 2. Aufl., Zürich 2010, 127. Vgl. aber auch nachfolgend Ziff. II.4.c).

¹¹ FINMA-Mitteilung 29 (FN 7), 3.

¹² WICKI (FN 6), 154. Im Gegensatz zu herkömmlichen kollektiven Kapitalanlagen müssen ETFs an einer schweizerischen Börse kotiert sein.

¹³ SIX Swiss Exchange (Hrsg.), Exchange Traded Funds (ETF), Grundlagen, Funktionsweise und praktischer Einsatz, Zürich 2010, 2 (zit. SIX Grundlagen).

¹⁴ FINMA-Mitteilung 29 (FN 7), 3; ebenso bereits FINMA-Mitteilung 23 (2011) vom 29. April 2011, 3.

¹⁵ Art. 25 ff. KAG.

¹⁶ Art. 36 ff. KAG.

¹⁷ FINMA-Mitteilung 29 (FN 7), 3.

¹⁸ FINMA-Mitteilung 23 (FN 14), 3.

Form eines UCITS IV¹⁹ gewährt und setzt eine Kotierung an einer Schweizer Börse voraus.²⁰

Die Besonderheiten des ETFs zeigen sich darin, dass sie (a) einen Index replizieren²¹ (vgl. nachfolgend Ziff. II.3.), (b) kotiert sind (nachfolgend Ziff. II.5.a) und II.5.b) und (c) aufgrund der Kotierungsbedingungen sowie der Reglemente über den Handel sichergestellt ist, dass sie während der Börsenzeit laufend gehandelt werden können (vgl. nachfolgend Ziff. II.5.c).

3. Indexreplikation

a) Begriff

Charakteristisches Merkmal von ETFs ist, dass sie einen Index replizieren, bzw. dass deren Wertentwicklung an den Verlauf eines Index gebunden ist.²² Ziel des ETFs ist es, einen bestimmten Index möglichst genau abzubilden.²³ Zentrales Unterscheidungsmerkmal der verschiedenen ETFs liegt in der Art und Weise der Replikation des Index, welche auf verschiedene Weise erfolgen kann. Zu unterscheiden sind im Wesentlichen (i) die effektive Indexreplikation („physische Replikation“), welche eine vollständige oder eine optimierte Replikation sein kann, sowie (ii) die synthetische Indexreplikation mit den beiden Unterarten der *unfunded Swap ETFs* und der *funded Swap ETFs*. Seit kurzem setzt sich auch die FINMA intensiver mit den verschiedenen Replikationsmethoden und den damit verbundenen Risiken für den Anleger auseinander.

¹⁹ Zum Begriff statt aller: BAK Kollektivanlagegesetz, Basel 2009, Art. 120 N 27 ff. sowie Art. 119 N 66.

²⁰ Vgl. FINMA-Mitteilung 29 (FN 7), 3. Gegenwärtig können ETFs nur an der SIX Swiss Exchange kotiert werden.

²¹ HASENBÖHLER (FN 2), N 351.

²² FINMA-Mitteilung 29 (FN 7), 4; LANDERT (FN 10), 127. EFT's können jedoch auch die Wertentwicklung eines Basiswertes abbilden (FINMA-Mitteilung 29 [FN 7], a.a.O.).

²³ WICKI (FN 6), 161; SIX Grundlagen (FN 13), 4.

Ein Index ist eine rein statistische Kennzahl, welche einen Korb voller bewerteter Finanzinstrumente wiedergibt.²⁴ Im Falle eines Aktienindex handelt es sich um ein hypothetisches Portfolio ausgewählter Titel eines bestimmten Aktienmarktes. Er soll die Entwicklung auf diesem Teilmarkt des weltweiten Finanzgeschehens repräsentativ dokumentieren. Bekannt sind die Leitindizes der Börsen wie Standard & Poor 500, Dow Jones, DAX oder SMI. Daneben gibt es aber auch zahlreiche exotischere Indizes auf Aktienmärkte, wie etwa der SGI Pan-Africa Index. Im Übrigen können Indizes aber beispielsweise auch Kreditmärkte, wie etwa der iTraxx Europe, welcher Unternehmensanleihen unterschiedlicher Fristigkeiten beinhaltet, Branchen (namentlich die Finanzbranche) oder Rohstoffe widerspiegeln.

Indexlieferanten können die Börsen selber oder aber private Anbieter sein. Börsenindizes gibt es seit jüngerer Zeit auch in sophistizierterer Ausgestaltung. Prominenteste Vertreter sind insbesondere die sogenannten *Hebel- oder Leverage-Indizes* und der *geshortete Index*. Während ersterer einen Multiplikator des Börsenverlaufs darstellt, verhält sich der letztere invers zum Börsenverlauf.²⁵

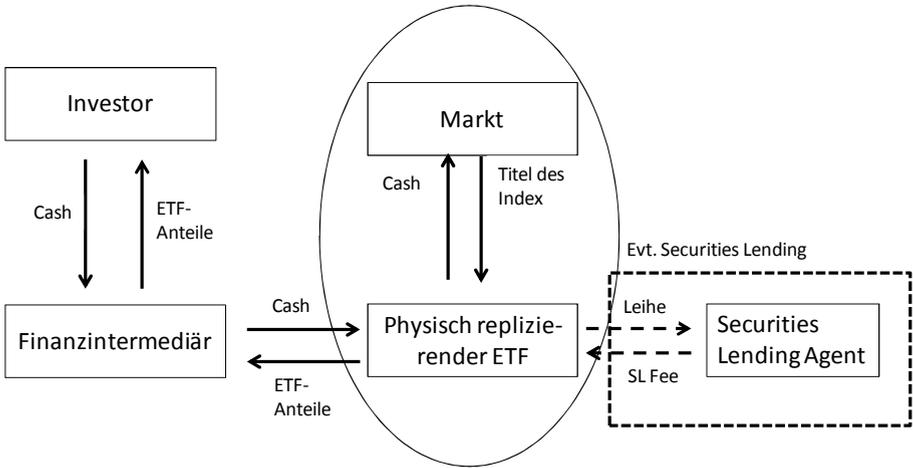
b) *Physische Replikation*

Physisch replizierende ETFs erwerben, entsprechend der jeweiligen Indexgewichtung, sämtliche Wertpapiere, die im zugrunde liegenden Index ebenfalls enthalten sind.²⁶ Der ETF erwirbt damit Eigentum an den Indexwerten.

²⁴ SIX Grundlagen (FN 13), 32; WICKI (FN 6), 176.

²⁵ SIX Grundlagen (FN 13), 41.

²⁶ FINMA-Mitteilung 29 (FN 7), 4; LANDERT (FN 10), 130.



Die Vorteile der physischen Replikationsmethode liegen auf der Hand: Der ETF stellt als kollektive Kapitalanlage ein Sondervermögen dar, dessen Werte ausschliesslich dem Anleger zur Befriedigung seines obligationenrechtlichen oder mitgliedschaftlichen Anspruchs zustehen. Da der ETF im Falle der physischen Replikation Eigentümer der Indextitel ist, kann der Nettoinventarwert somit durch Verkauf der Indextitel realisiert werden. Damit ist der Anleger bei der Realisierung vor allem den Marktrisiken der Indexbasiswerte ausgesetzt. Hierbei ist aber zu berücksichtigen, dass der ETF unter Umständen berechtigt ist, die von ihm gehaltenen Effekten im Rahmen des Securities Lending einzusetzen, um zusätzliche Erträge zu generieren. Daraus ergeben sich wiederum spezifische Gegenparteirisiken.

Physisch replizierende ETFs weisen aber auch gewichtige Nachteile auf. Während das Ziel des ETFs eine möglichst genaue Replikation des gewählten Index ist, führen verschiedene Faktoren zu Abweichungen vom Index (sogenannte *Tracking Errors*).²⁷ Wesentliche Faktoren sind etwa die Transaktionskosten für die einzelnen Börsentransaktionen, welche namentlich bei der Abbildung grosser Indizes ein wesentlicher Kostenfaktor sind. Dem ETF werden sodann Kosten für die Verwaltung (fixe Managementgebühr) belastet. Des Weiteren erweist sich als nachteilig, dass der ETF auf den in sei-

²⁷ Dazu ausführlich SIX Grundlagen (FN 13), 22 ff.

nem Eigentum stehenden Titeln besteuert wird, wobei namentlich die Dividendenbesteuerung zu Tracking Errors führt. Darüber hinaus ist der ETF gezwungen, gewisse Barmittel zu halten, um die laufenden Kosten zu decken. Zudem können auch indexbezogene Gründe zu Nachteilen führen. Eine vollständige physische Replikation erfordert selbstverständlich, dass Änderungen infolge von Neugewichtungen im Index durch den ETF nachgebildet werden müssen. Wann dies geschieht, ist jedoch dem Fondmanager überlassen, was bei steigenden Märkten negative Auswirkungen auf die vorzunehmende Umschichtung haben kann.

Aus diesen Überlegungen kann es für die ETFs vorteilhaft sein, lediglich in eine bestimmte Auswahl an Wertpapieren (Teilmenge), welche im Index vertreten sind, zu investieren.²⁸ Durch Selektion einzelner Titel aus dem Index wird versucht, den Index zu erreichen bzw. unter Umständen auch zu schlagen, um das Risiko der Abweichung des ETF vom Referenzindex (Tracking Error) möglichst gering zu halten.²⁹ Dabei handelt es sich um den sogenannten optimierten Ansatz mittels Sampling (sog. Sampling Methode). Die Sampling Methode kann wiederum unterteilt werden in eine (i) *Representative-Sampling Methode* und eine (ii) *Optimized-Sampling Methode*.³⁰ Bei der Representative-Sampling Methode erwirbt der Fondsmanager die wichtigsten und liquidesten Titel eines Index und vernachlässigt jene, die bloss leichtgewichtet und illiquid sind, wobei es indes stets im Ermessen des Fondsmanagers liegt, zu entscheiden, welche Titel erworben werden sollen. Die Optimized-Sampling Methode beruht demgegenüber auf komplexen Modellen, wodurch versucht wird, einen kleinen Korb voller Titel zu finden, der die grösstmögliche Rendite mit dem geringstmöglichen Risiko verbindet und einen möglichst niedrigen Tracking Error aufweist.³¹

²⁸ FINMA-Mitteilung 29 (FN 7), 4; LANDERT (FN 10), 131. Insoweit ist die Sampling-Methode ebenfalls der Kategorie der physischen Replikation zuzuweisen (SIX Grundlagen [FN 13], 49).

²⁹ LANDERT (FN 9), 131. Infolge der niedrigeren Transaktionskosten gewinnt der Investor jedoch in der Regel einige Basispunkte in der Managementgebühr (SIX Grundlagen [FN 13], 50).

³⁰ SIX Grundlagen (FN 13), 49 ff.

³¹ SIX Grundlagen (FN 13), 50.

Aber auch die physische Replikation mittels Sampling-Methode erweist sich in gewissen Fällen als inadäquat. So können Marktrisiken, etwa der erschwerte Marktzugang des Fondsmanagers zu Basistiteln bei exotischeren Indizes oder die fehlende Liquidität von Basistiteln, nicht ausgeschlossen werden. Zudem eignet sich eine physische Replikation etwa bei Rohstoffen und Commodities aufgrund der fehlenden oder kostenintensiven Lagerfähigkeit der Basiswerte nur bedingt.³²

c) *Synthetische Replikation*

Um die Nachteile der physischen Replikation zu umgehen, entwickelte sich eine synthetische Replikationsmethode, welche eine kosteneffizientere Umsetzung des Indextrackings erlaubt und zudem steuerliche Vorteile aufweist.³³ Während im Ausland, insbesondere in Luxembourg und Irland, die swap-basierte Replikation inzwischen im Vordergrund steht, bilden swap-basierte ETFs bei den in der Schweiz domizilierten ETFs nach wie vor die Ausnahme.³⁴

Bei synthetisch replizierenden ETFs findet die Nachbildung des Index über Swaps³⁵, also über den Tausch von Zahlungsströmen in der Zukunft, statt. In Bezug auf die Strukturierung der ETFs und die inhärenten Risiken für die Anleger ist zwischen dem sog. *Unfunded Swap Model* und dem *Funded Swap Model* zu unterscheiden.

aa) *Unfunded Swap ETF*

Beim Modell des Unfunded Swap ETFs kauft der ETF mit den Einlagen der Investoren einerseits einen beliebigen Korb an Wertschriften (sog. Substitute

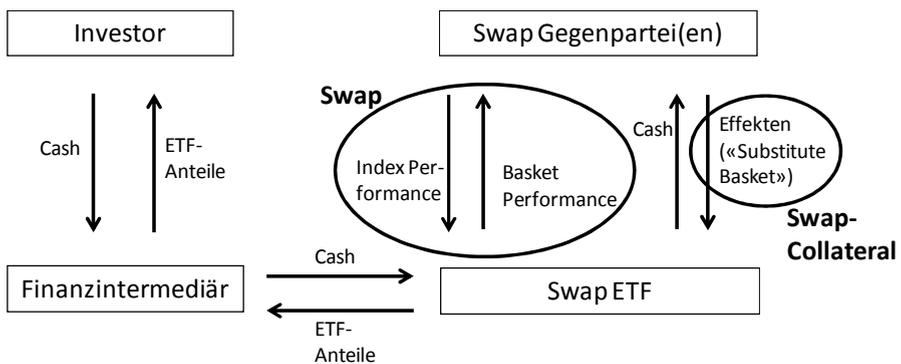
³² Dennoch gibt es verschiedene in Gold investierende ETFs, welche den Basiswert physisch replizieren.

³³ LANDERT (FN 10), 131; SIX Grundlagen (FN 13), 52.

³⁴ Dies ist wohl auch auf die kritische Haltung der FINMA zurückzuführen, welche die verschiedenen Replikationsmethoden und die damit verbundenen Risiken für den Anleger vor Kurzem näher beleuchtet hat. Vgl. dazu FINMA-Mitteilung 29 (FN 7), 5 ff. sowie FINMA-Mitteilung 23 (FN 14), 3.

³⁵ SIX Grundlagen (FN 13), 52.

Basket) von einer oder mehreren der Swap Gegenpartei(en), welcher auch gänzlich aus anderen Wertpapieren bestehen kann als der Index³⁶, den der ETF abbildet. Im Zentrum der Zusammenstellung des Wertschriftenkorbes stehen Optimierungsüberlegungen wie etwa die Sicherstellung geringer Kosten und Steueroptimierung³⁷, sowie die Einhaltung gesetzlicher Vorgaben hinsichtlich der Risikodiversifikation³⁸. Gleichzeitig geht der ETF mit der oder den Swap Gegenpartei(en) eine Vereinbarung ein, wonach die Performance dieses Substitute Baskets ausgetauscht wird gegen die Performance des vom ETF abzubildenden Index.³⁹



Der Swap-basierte ETF unterliegt einem erheblichen Gegenparteirisiko in der Form der Swap-Gegenpartei(en). Der Substitute Basket hat dabei die Funktion einer Sicherheit für die Anleger falls die Swap-Gegenparteien nicht mehr in der Lage sind, ihren Verpflichtungen aus dem Swap nachzukommen. Die Investoren werden dann aus der Liquidation des Substitute Baskets ausbezahlt. Die Wertschriften im Substitute Basket sind zudem für Securities

³⁶ Bank for International Settlements, BIS Working Papers No 343, Market structures and systemic risks of exchange-traded funds, April 2011, 5 (zit. BIS Working Papers No 343).

³⁷ FINMA-Mitteilung 29 (FN 7), 4.

³⁸ SIX Grundlagen (FN 13), 52.

³⁹ SIX Grundlagen (FN 13), 52; FINMA-Mitteilung 29 (FN 7), 4.

Lending-Geschäfte geeignet.⁴⁰ Das Swap Collateral muss nach KAG mindestens 90% des Fondsvermögens (sofern die Gegenpartei eine Bank ist) bzw. 95% des Fondsvermögens (sofern die Gegenpartei keine Bank ist) ausmachen.⁴¹ Gleiches gilt für UCITS IV.

In den letzten Jahren und gerade auch nach dem Fall von Lehman Brothers wurde der Wettbewerb zwischen den ETF-Anbietern oftmals über die Minimierung des Gegenparteirisikos bzw. die Ausgestaltung des Swap Collaterals geführt. Dabei stehen drei Massnahmen im Vordergrund:

- die Bezeichnung mehrerer Swap-Gegenparteien, um eine Diversifikation des Gegenparteirisikos zu erzielen;
- die Festlegung eines Collateral-Anteils, welcher über dem gesetzlichen Minimum liegt; und
- die Erneuerung der Swap-Verträge, indem der bestehende Swap-Vertrag entweder periodisch oder bei Erreichen der Schwelle durch die Vornahme der vertraglich vereinbarten Kompensationszahlungen aufgelöst und durch einen neuen Swap Vertrag ersetzt wird, um den Zeitraum des aktuellen Gegenparteirisikos und damit das potentielle Delta zwischen Substitute Basket und Indexperformance, welches dem Gegenparteirisiko ausgesetzt ist, zu reduzieren.

Mit der synthetischen Replikation in der Form des Unfunded Swap Model lässt sich jeder beliebige Basiswert darstellen, da er auf einer rein rechnerischen Kalkulation der Indexperformance durch die Swap-Parteien basiert. Die Vorteile liegen darin, dass keine effektiven Transaktionen zur Abbildung des Indexes notwendig sind. Der Substitute Basket wird unter dem Gesichtspunkt der Kosteneffizienz verwaltet. Damit fallen für den Anleger im Wesentlichen nur noch die Management Fees des Fondsmanagers sowie die Swap-Gebühr an.⁴² Ein wesentlicher Nachteil ist, dass der Substitute Basket nicht im Rahmen der Anlagepolitik des ETF angelegt werden muss. Dabei

⁴⁰ BIS Working Papers No 343 (FN 36), 6.

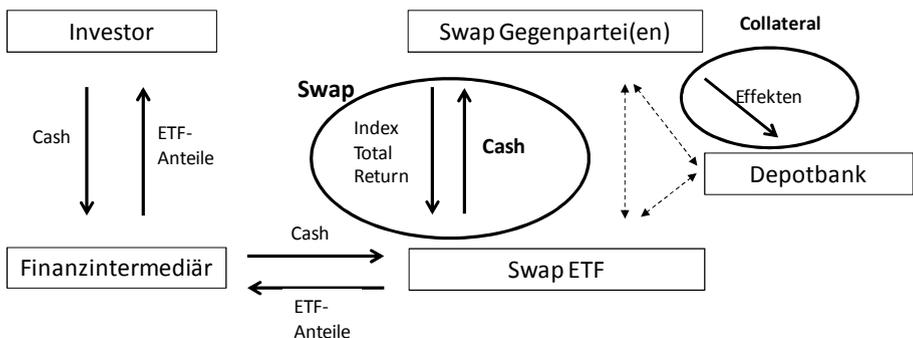
⁴¹ Art. 70 Abs. 2 KAG bzw. Art. 57 KAG i.V.m. Art. 80 KKV.

⁴² Vgl. SIX Grundlagen (FN 13), 56.

herrschte bislang oftmals wenig Transparenz bezüglich der Zusammensetzung des Substitute Baskets.⁴³

bb) Funded Swap ETF

Der Funded Swap ETF verwendet die Einlage der Investoren nicht, um Effekten zu kaufen, sondern investiert das gesamte Vermögen in einen oder mehrere Swaps. Er erhält im Gegenzug eine Forderung auf den zu einem späteren Zeitpunkt zu bezahlenden gesamten Gegenwert des Index minus Swap Fees. Da zu diesem späteren Zeitpunkt kein effektiver Austausch mehr zwischen zwei Zahlungsströmen stattfindet, wird diese Transaktion je nach Literatur als pre-paid Swap oder als credit- oder equity-linked note qualifiziert.⁴⁴ Die Swap Gegenpartei ihrerseits investiert die erhaltenen Vermögen in Effekten, die bei einer Depotbank, welche Drittpartei ist, hinterlegt werden. Die hinterlegten Effekten werden dem ETF als Sicherheit für die aus dem Swap entstandene Forderung entweder verpfändet oder sicherungsübergibt.



Auch beim Funded Swap ETF gelten zunächst die Regeln für die Risikoverteilung, welche ein maximales Exposure gegenüber der Gegenpartei von

⁴³ Vgl. aber nachfolgend Ziff. II.4.c)aa) zu den Anforderungen der FINMA bezüglich Transparenz bei in der Schweiz vertriebenen ETFs.

⁴⁴ Vgl. BIS Working Papers No 343 (FN 36), 6 f.

10% bzw. 5% erlauben. Das Gegenparteirisiko muss daher durch die Sicherheiten reduziert werden, welche aber je nach anwendbaren Rechtsnormen nur zu einem Prozentsatz ihres Wertes zur Anrechnung gelangen. Dies führt dazu, dass de facto Werte bei der Depotbank liegen müssen, welche 100% des Swap-Wertes übersteigen können.

Aus Sicht der Swap-Gegenpartei hat diese Form der Replikation den Vorteil, dass sie das Swap-Risiko durch eine ihr obliegende Verwaltung des Swap-Collaterals selber absichern kann. Dem Anleger wird die faktische Überbesicherung zudem oftmals ebenfalls als Vorteil der Funded Swap-Based Replication dargestellt. Nachteilig hat sich in der Vergangenheit die mangelnde Transparenz in Bezug auf die Zusammensetzung des Collaterals erwiesen. Der Investor hatte bislang oftmals keine Informationen darüber, wie die Swap-Gegenpartei die Mittel investiert. Schutz bot hier einzig die Bestimmungen über die Anrechnung der verpfändeten Effekten. Aus Anlegersicht ist sodann das Abwicklungsrisiko bei Zahlungsunfähigkeit der Swap-Gegenpartei im Falle des Funded Swap ETFs nicht zu unterschätzen⁴⁵: So hat einer der Liquidatoren beim Konkurs der Investmentbank Lehman Brothers offenbar auch die Auszahlung der Vermögenswerte, welche als Sicherheit für den ETF hinterlegt worden waren, einstweilen blockiert.

4. Bewilligung des ETF als kollektive Kapitalanlage

a) Vorliegen einer kollektiven Kapitalanlage bei Funded Swap ETFs

Wie bereits vorne dargestellt, basieren ETFs darauf, dass sie als kollektive Kapitalanlagen anerkannt sind. Dies setzt voraus, dass der ETF die Begriffselemente der Legaldefinition (namentlich das Vorliegen eines Vermögens, die gemeinschaftliche Kapitalanlage, die Fremdverwaltung verstanden als die Verwaltung durch die Fondsleitung für Rechnung der Anleger und das Gebot der Gleichbehandlung der Anleger⁴⁶) erfüllt. Während dies früher teils ganz grundsätzlich für ETFs in Frage gestellt wurde⁴⁷, wird heute im Grund-

⁴⁵ BIS Working Papers No 343 (FN 36), 6.

⁴⁶ HASENBÖHLER (FN 2), N 86.

⁴⁷ Vgl. etwa WICKI (FN 6), 186 ff.

satz anerkannt, dass ETFs die Begriffselemente erfüllen und damit unter dem KAG bewilligungsfähig sind⁴⁸.

Allerdings hat die FINMA die Funded Swap ETFs einer näheren Prüfung unterzogen und dabei in Frage gestellt, ob diese Replikationsform die Voraussetzungen einer kollektiven Kapitalanlage erfüllen. Die kritische Betrachtung der FINMA erstreckt sich auf zwei Aspekte der Legaldefinition⁴⁹: In Bezug auf die *Fremdverwaltung* wird kritisiert, dass das geschäftsführende Organ des ETF (also die Fondsleitung im Falle der vertraglichen Anlagefonds, die Geschäftsleitung der SICAV im Falle der selbstverwalteten SICAV bzw. die externe Verwaltung einer fremdverwalteten SICAV) nicht selbständig über die Anlagen entscheidet, da der ETF einzig in einen Swap investiert und selbst das Collateral von der Swap-Gegenpartei verwaltet werde. Des Weiteren hält die FINMA fest, dass das einzige Aktivum aus einem OTC-Swap besteht und OTC-Swaps in der Regel nicht als Anlage, sondern als Anlagetechnik zu qualifizieren seien. Damit sei der Funded Swap ETF auch in Bezug auf das Begriffselement „*Kapitalanlage*“ problematisch.

Die FINMA hat die Bewilligungsfähigkeit solcher ETFs nicht grundsätzlich abgelehnt, aber festgehalten, dass Gesuchsteller den Nachweis erbringen müssen, dass die Kriterien Fremdverwaltung und Kapitalanlage erfüllt seien.⁵⁰

Zu diesen Kritikpunkten der FINMA ist m.E. folgendes festzuhalten: Das Kriterium der Fremdverwaltung ist jeweils aus Sicht des Anlegers zu beurteilen. Es ist aber nicht notwendig, dass das geschäftsführende Organ des ETFs über die Anlagen selbst entscheidet. Im Gegenteil ist eine Auslagerung

⁴⁸ Vgl. etwa FINMA-Mitteilung 29 (FN 7), 3 f. Andere Meinung SCHÄREN SIMON, Bewilligung und Genehmigung von Exchange Traded Funds (ETFs) gemäss Kollektivanlagegesetz, AJP 3/2012, 341 ff., 345, welcher die Fremdverwaltung für ETFs per se ablehnt. Dabei wird jedoch übersehen, dass Anlageentscheide gerade bei der physischen Replikation mittels Sampling Methode vom subjektiven Gutdünken des Emittenten abhängen (vgl. auch HUTTERLI, Strukturierte Produkte, St.Gallen 2008, N 168). Die Tracking Errors dieser ETFs zeigen denn auch, dass das Geschick des Managers wesentlich darüber entscheidet, ob das anvisierte Ziel einer genauen Indexreplikation erreicht wird.

⁴⁹ FINMA-Mitteilung 29 (FN 7), 5.

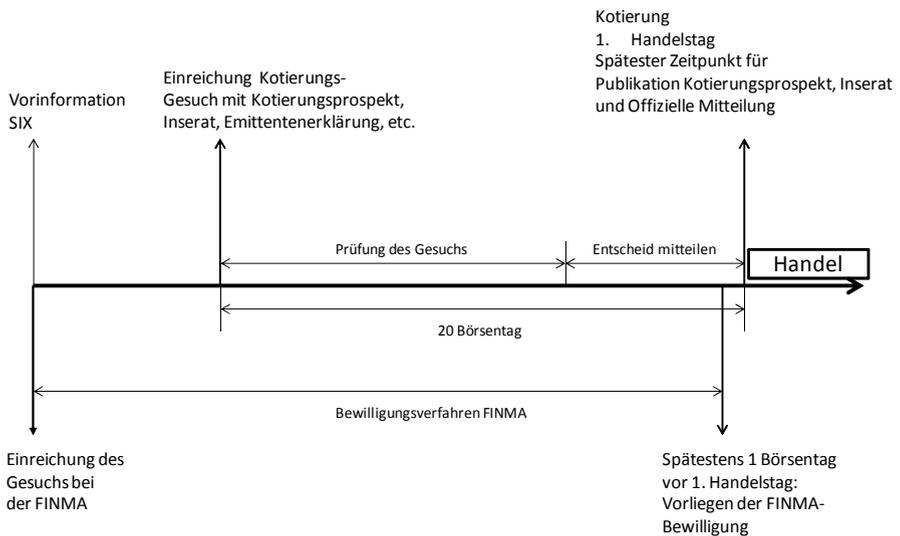
⁵⁰ FINMA-Mitteilung 29 (FN 7), 5.

der Vermögensverwaltung durch eine Fondsleitung auf einen externen Vermögensverwalter jederzeit zulässig und Vermögensverwalter von Fondsvermögen unterstehen einer eigenen Bewilligungspflicht. Der Unterschied liegt letztlich aber darin, dass ein Funded Swap ETF die Vermögenswerte der Investoren in erster Linie in einen Swap investiert, welcher abgesehen von Erneuerungen bei Ablauf des Swaps keiner weiteren Verwaltungshandlungen bedarf. Sie übergibt aber in zweiter Linie wesentliche Assets an die Swap-Gegenpartei zur Anlage im Rahmen des Collateral. Dabei verfügt die Swap-Gegenpartei zwar nicht über diese Vermögenswerte im Namen und im Auftrag der Fondsleitung, wie dies im klassischen Vermögensverwaltungsgeschäft der Fall wäre, sondern handelt im Falle einer blossen Verpfändung zugunsten des ETFs als Eigentümerin und im Falle der Sicherungsübereignung an den ETF als wirtschaftlich Berechtigte. Diese rechtlichen Unterschiede vermögen jedoch nicht darüber hinwegzutäuschen, dass das so verwaltete Vermögen in erster Linie den Anlegern des ETFs zusteht, wenngleich nur subsidiär zur Forderung aus dem Swap, welches Hauptaktivum des ETFs bildet.

In Bezug auf die Kapitalanlage ist festzuhalten, dass jede Anlage von Geldern, welche dem Kapitalzuwachs oder der Erzielung von Erträgen dient, als Kapitalanlage zu gelten hat. Ob es sich dabei um klassische Direktanlagen, komplexe Anlagetechniken oder den Erwerb einer Forderung handelt, kann aufgrund des immer komplexeren Produkte-Universums nicht relevant sein. Mit der Forderung, welche aus dem Swap resultiert, verfügt der ETF über ein bewertbares Aktivum, welches zweifellos an Wert gewinnen als auch verlieren kann und damit beim Fonds einen Kapitalzuwachs zu erzielen vermag. Auch in Bezug auf die Investoren kann wohl generell angenommen werden, dass sie ihre Vermögenswerte zum Zwecke der Erzielung von Erträgen an den ETF übergeben haben. Damit ist m.E. der Begriff der Kapitalanlage sehr wohl als erfüllt zu erachten, zumal eine Verweigerung der Unterstellung wohl dazu führen würde, dass Funded Swap ETFs nicht als kollektive Kapitalanlagen zu betrachten und damit dem Schutz des KAG nicht zugänglich wären. Dies liesse sich sachlich zweifellos nicht rechtfertigen.

b) *Verfahrensrechtliche Aspekte*

Das Verfahren zur Bewilligung eines ETFs und dessen Kotierung besteht aus zwei parallelen und in sich greifenden Verfahrensteilen: die *FINMA-Bewilligung* einerseits und die *Kotierung* an der SIX Swiss Exchange andererseits. Dabei bildet das FINMA-Verfahren das Hauptverfahren. Erst wenn die FINMA-Bewilligung vorliegt, kann der Handel mit dem ETF aufgenommen werden.⁵¹



c) *Bewilligungsvoraussetzungen*

aa) *Grundvoraussetzungen*

Für die FINMA-Bewilligung hat ein *schweizerischer ETF* zunächst wie jede schweizerische kollektive Kapitalanlage die Genehmigungsvoraussetzungen von Art. 25 ff. KAG und Art. 35 ff. KKV zu erfüllen. Für schweizerische

⁵¹ Vgl. <http://www.six-exchange-regulation.com/admission/listing/funds/listing_procedure_de.html>.

ETFs hat die FINMA im vergangenen September nun aber zusätzliche Voraussetzungen aufgestellt, welche eine erhöhte Transparenz und Investoreninformation bezwecken⁵²:

- nähere Angaben zur Replikationsmethode (angewendete Replikationsmethode, Funktionsweise und Risiken der Replikationsmethode);
- Angaben zum Indexanbieter, zur Indexzusammensetzung und -bewertung, zu den mit dem Index verbundenen Risiken sowie Ort, an welchem Informationen über den Index bezogen werden können;
- zwingende Definition der Anlagepolitik in Bezug auf den Substitute Basket beim unfunded Swap ETF; sowie
- Darlegung der Massnahmen, welche zur Vermeidung von konzerninternen Interessenkonflikten getroffen wurden, wenn der Indexanbieter zum gleichen Konzern wie der ETF gehört.

Ausländische ETFs benötigen eine Zulassung für den Vertrieb in der Schweiz. Dies setzt voraus, dass die Genehmigungsvoraussetzungen von Art. 120 f. KAG und Art. 127 ff. KKV vorliegen, was namentlich eine Gleichwertigkeit der ausländischen Regelung in Bezug auf Anlegerrechte, Anlagepolitik und Risikoverteilung bedingt. Wie bereits erwähnt, besteht eine Zulassungschance praktisch nur für UCITS IV kompatible kollektive Kapitalanlagen.

bb) Zusätzliche Voraussetzungen für schweizerische und ausländische ETFs

Die Zulassung eines schweizerischen bzw. die Vermarktung eines ausländischen ETFs setzt eine Kotierung in der Schweiz voraus. Diese muss bei schweizerischen ETFs eine Primärkotierung sein. Bei ausländischen ETFs kann es auch eine Sekundärkotierung sein.⁵³

⁵² FINMA-Mitteilung 29 (FN 7), 6 f.

⁵³ FINMA-Mitteilung 23 (FN 7), 3.

Jeder ETF muss sodann einen Market Maker bezeichnen. Der entsprechende Market-Making Vertrag ist der FINMA einzureichen.⁵⁴

Sodann hat die FINMA Vorschriften in Bezug auf den Namen von ETFs erlassen, welche eine Irreführung des Anlegers verhindern sollen.⁵⁵ Hervorzuheben sind insbesondere zwei Grundsätze, welche sowohl für schweizerische ETFs als auch für in der Schweiz zum Vertrieb zugelassene ausländische ETFs Geltung haben:

- a) Kollektive Kapitalanlagen, welche einen Index lediglich als Benchmark definieren, deren Anlagepolitik aber zum Ziel hat, eine Outperformance gegenüber dem Benchmark zu erzielen, ohne dass er annähernd in die Indextitel investiert, dürfen die Bezeichnung „ETF“ nicht im Namen führen.
- b) Umbrella-Fonds, welche die Bezeichnung ETF tragen, haben sämtliche Teilvermögen zu kotieren. Analog haben Einzelfonds mit unterschiedlichen Anteilsklassen sämtliche Titel zu kotieren, um als „ETF“ bezeichnet werden zu können.

5. Börsenrechtliche Aspekte

a) *Kotierungsvoraussetzungen*

ETFs können umgehend nach Erhalt der FINMA-Bewilligung kotiert werden. Sie unterliegen dem Standard für die Kotierung von kollektiven Kapitalanlagen gemäss Art. 105 ff. KR⁵⁶. Die Voraussetzungen für die Kotierung von ETFs entsprechen dabei mit wenigen Ausnahmen den generellen Anforderungen an den Emittenten (Art. 10 ff. KR) und die Effekten (Art. 17 ff. KR). Die erste Ausnahme besteht darin, dass keine Mindestdauer hinsichtlich des Bestehens des Emittenten vorausgesetzt wird.⁵⁷ Sodann muss der ETF aufgrund des zwingenden Market Makings weder über eine ausreichen-

⁵⁴ FINMA-Mitteilung 23 (FN 7), 3.

⁵⁵ FINMA-Mitteilung 29 (FN 7), 6.

⁵⁶ Kotierungsreglement der SIX Swiss Exchange vom 12. November 2010 (SIX Exchange Regulation 11/19).

⁵⁷ Vgl. Art. 107 i.V.m. Art. 11 KR.

de Streuung der Effekten⁵⁸ noch über ein bestimmtes Mindestvermögen⁵⁹ verfügen.

b) *Kotierungsunterlagen*

Der FINMA-bewilligte Fondsprospekt ist gleichzeitig Kotierungsprospekt. Dabei sind für die Kotierung aber folgende in Art. 110 Abs. 2 KR aufgeführten Informationen zusätzlich aufzunehmen: Valorenummer, Handelswährung, Abrechnungsstelle, die Ausgestaltung der Effekten sowie Angaben zur NAV-Entwicklung der letzten drei Jahre, soweit vorhanden. Sodann ist analog zu Ziff. 4 des Schema A für Beteiligungsrechte festzuhalten, welche Personen bzw. Gesellschaft die Verantwortung für den Inhalt des Kotierungsprospektes übernehmen. Letztlich ist eine Erklärung abzugeben, wonach der letzte Jahres- und Halbjahresbericht des ETFs Bestandteil des Kotierungsprospektes sind.

Das Key Investor Information Document (KIID), welches seit Mitte 2011 den vereinfachten Prospekt bei UCITS ersetzt, ist Bestandteil der FINMA-Bewilligung, aber nicht Bestandteil der einzureichenden Kotierungsunterlagen.

c) *Handel*

aa) *Berechnung und Publikation eines indikativen Net Asset Values*

Jede kollektive Kapitalanlage berechnet periodisch den Nettoinventarwert (NAV), also den inneren Wert des Fonds. Bei ETFs wird dieser NAV täglich berechnet und gibt den genauen Wert eines Anteilsscheins an. Bei ETFs besteht zudem die Notwendigkeit, einen indikativen Net Asset Value, genannt iNAV, zu publizieren. Dieser iNAV gibt einen Näherungswert des aktuellen Fondsvermögens an und wird während des Handelstages in regelmässigen

⁵⁸ Art. 108 Abs. 2 i.V.m. Art. 19 KR.

⁵⁹ Art. 108 Abs. 2 i.V.m. Art. 108 Abs. 1 KR.

Abständen, meist alle 15 Sekunden, publiziert.⁶⁰ Der iNAV ist die Basis für die Tätigkeit des Market Makers.

bb) Pflichten des Market Makers

Dem Market Maker kommt bei ETFs eine zentrale Rolle zu. Die auf die Market Maker von ETFs anwendbaren Bestimmungen sind in Anhang G zur Weisung 3 (Handel) der SIX Swiss Exchange geregelt.

Der Market Maker hat während 90% der offiziellen Handelszeiten in Zürich⁶¹ die Pflicht, einen *Geld- und Briefkurs zu stellen*. Dabei dürfen die vom Market Maker gestellten Preise nur in einem von SIX Swiss Exchange definierten Umfang vom kalkulierten iNAV abweichen.⁶² Dieser sogenannte Spread stellt ein wesentliches Wettbewerbsmerkmal zwischen ETF-Anbietern auf einen bestimmten Index dar. Je enger der Spread ist, umso kleiner sind die Transaktionskosten für den Anleger und umso attraktiver ist der Titel. Der Spread ist gleichzeitig auch Ausdruck des Risikos, welches der Market Maker trägt. ETFs auf Indizes mit liquiden Basiswerten haben regelmässig sehr geringe spreads, oftmals im Bereich von 0.05% – 0.1% des iNAV. Volatile Märkte und Unsicherheiten, die zu grösseren Verkäufen führen könnten, führen tendenziell zu höheren Spreads.

Sodann ist der Market Maker verpflichtet, ein *gewisses Mindestvolumen auf der Geld- und der Briefseite zur Verfügung zu stellen*, um die Marktliquidität zu gewährleisten.⁶³ Diese Liquiditätssteuerung erfolgt in einem spezifisch auf die Bedürfnisse der ETFs zugeschnittenen Verfahren. Die Liquidität der Titel wird im Rahmen eines Creation-Prozesses geschaffen, bzw. überschüssige Liquidität wird im Rahmen eines Redemption Prozesses dem Markt wieder entzogen. Dabei kommt es zwischen dem Market Maker und dem

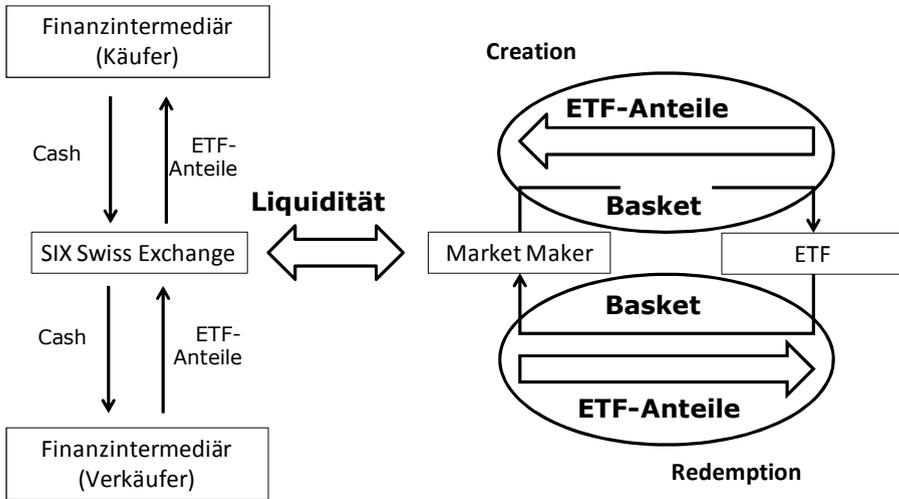
⁶⁰ Vgl. dazu auch SIX Grundlagen (FN 13), 62.

⁶¹ Einschränkungen gelten, wenn der Handel in den Heimmärkten der Basiseffekten nur teilweise stattfindet.

⁶² Vgl. Ziff. 6 des Anhangs G zur SIX Weisung 3 (Handel), in Kraft seit 31. Oktober 2011.

⁶³ Vgl. Ziff. 6.1 bis 6.4 des Anhangs G zur SIX Weisung 3 (Handel), jeweils letzter Absatz.

ETF zu einem Austausch von ETF-Anteilen gegen eine Sacheinlage oder gegen Geld. Während in der Schweiz mit der Dominanz von physisch replizierenden ETFs die Sacheinlage noch die Regel ist, erfolgt der Austausch bei synthetisch replizierenden Fonds eher gegen Geld, bei den unfunded Swap-ETFs⁶⁴ allenfalls aber auch gegen einen im Voraus ausgehandelten Effektenkorb.



Bei den physisch replizierenden ETFs stellt der Effektenkorb 1:1 die Indexzusammenstellung dar. Damit erspart sich der ETF die Transaktionskosten, welche beim Market Maker liegen. Dieser wiederum ist bestrebt, die Kosten für den Erwerb der Effekten durch geschickte Arbitrage-Geschäfte so tief wie möglich zu halten.

Lediglich im Sinne einer Randbemerkung sei festgehalten, dass der Market Maker die von ihm gekauften Effekten für die Lieferung an den ETF im Rahmen seiner Offenlegungsmeldungen zu berücksichtigen hat. Demgegenüber gilt der Erwerb der ETF-Anteile durch den Market Maker als Teil der

⁶⁴ BIS Working Papers No 343 (FN 36), 5.

Primärmarkt-Tätigkeit und ist nicht offenzulegen.⁶⁵ Gleiches gilt für die Ausgabe und Rücknahme von ETF-Anteilen durch den Emittenten, welche nicht meldepflichtig ist, während die Entgegennahme und Ausgabe des Effektenkorbes durch den Emittenten eine Meldepflicht auslöst.⁶⁶

III. Exchange Traded Structured Funds (ETSF)

ETSFs unterstehen weitestgehend den gleichen Regeln wie die ETFs. Sie stellen ebenfalls kollektive Kapitalanlagen dar. Es kann daher zu den rechtlichen Grundlagen auf das unter Ziff. II.2. und zur Kotierung auf das unter Ziff. II.5.a) und b) vorstehend Gesagte verwiesen werden. Seit vier Jahren hat die SIX Swiss Exchange ein eigenes Börsensegment für ETFs. Die Bedeutung dieses Segments ist mit vier kotierten Produkten allerdings nach wie vor marginal.

ETSFs ergänzen die ETFs als Anlageprodukte, indem sie sich dank des Einsatzes von Derivaten anders als die ETFs nicht zwingend symmetrisch zum Markt verhalten müssen. Während ETFs eine Replikation des gewählten Index anvisieren⁶⁷, steht es den ETFs frei, Hebeleffekte zu erzielen oder auch asymmetrische Risikoprofile mittels Kapitalschutz bzw. mittels Maximalrendite oder einer Kombination verschiedener Modelle abzubilden.⁶⁸ Sodann müssen ETFs sich nicht auf Indizes beziehen, sondern können die Basiswerte frei definieren, mithin etwa einen frei zusammengestellten Aktienkorb oder Rohstoffe darstellen. ETFs verbinden damit die Flexibilität der strukturierten Produkte mit den Vorteilen der kollektiven Kapitalanlage,

⁶⁵ FINMA-Rundschreiben 2008/11 über die Meldepflicht von Effktengeschäften, N 41b.

⁶⁶ FINMA-Rundschreiben 2008/11 (FN 65), N 41a.

⁶⁷ Dabei ist aber festzuhalten, dass es heute diverse Indizes gibt, welche ihrerseits gehebelte oder geshortete Marktentwicklungen abbilden, so etwa der SMI Short Daily. Werden diese Indizes repliziert, handelt es sich um einen ETF und nicht um einen ETF.

⁶⁸ Zur Strukturierung von ETFs vgl. LANDERT (FN 10), 240.

namentlich dem Fehlen eines Gegenparteirisikos in Bezug auf das Gesamtprodukt.⁶⁹

IV. Passive Finanzprodukte als Strukturierte Produkte

1. Einleitung und Abgrenzung

a) *Einleitung*

Passive Finanzprodukte können nicht nur als kollektive Kapitalanlagen in der Form von ETFs und ETSFs ausgestaltet sein. Sie können auch als strukturierte Produkte aufgesetzt werden. Strukturierte Produkte sind Finanzinstrumente, deren Rückzahlungswert von einem oder mehreren Basiswerten abgeleitet wird⁷⁰ und gehören zur Gruppe der Derivate.⁷¹ Während strukturierte Produkte anfänglich immer passive Finanzprodukte waren und die Basiswerte während der Laufzeit nicht geändert wurden, finden sich heute auch Produkte mit dynamischer Verwaltung. Damit ist nicht jedes strukturierte Produkt auch ein passives Finanzprodukt.

b) *Abgrenzung zu den kollektiven Kapitalanlagen*

Strukturierte Produkte sind dem KAG, vorbehaltlich bestimmter Regeln über den Vertrieb und die Ausgestaltung des vereinfachten Prospekts, im Grundsatz nicht unterstellt und damit nicht beaufsichtigt.⁷² Der Gesetzgeber hat darauf verzichtet, eine Definition der strukturierten Produkte im KAG oder den dazugehörigen Verordnungen aufzunehmen.⁷³ Damit stellt sich die Frage

⁶⁹ Im Rahmen der Anlagen, welche ein ETSF tätigt, ergeben sich hingegen sehr wohl Gegenparteirisiken, etwa durch den Einsatz von strukturierten Produkten. Schutz bieten hier die Beschränkungen des KAG in Bezug auf die zulässigen Gegenparteirisiken.

⁷⁰ Vgl. BaK Kollektivanlagegesetz (FN 19), N 12 zu Art. 5.

⁷¹ HASENBÖHLER (FN 2), N 799; HUTTERLI (FN 48), N 60.

⁷² Art. 5 Abs. 5 KAG.

⁷³ HASENBÖHLER (FN 2), N 797; HUTTERLI (FN 48), N 29 f.

nach der Abgrenzung zwischen kollektiven Kapitalanlagen einerseits und strukturierten Produkten andererseits. Während die FINMA früher bei der Abgrenzung zwischen strukturierten Produkten und kollektiven Kapitalanlagen eine wirtschaftliche Betrachtungsweise vornahm, stellt sie heute auf formalrechtliche Kriterien ab. Als kollektive Kapitalanlagen gelten gemäss Art. 7 KAG Vermögen, die von Anlegerinnen und Anlegern zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage aufgebracht und für deren Rechnung verwaltet werden, wobei die Anlagebedürfnisse der Anleger in gleichmässiger Weise befriedigt werden.

Wesentlich für die Abgrenzung zwischen kollektiven Kapitalanlagen und strukturierten Produkten ist damit namentlich, ob der Emittent die Vermögenswerte der Investoren als fremdes Vermögen betrachtet und sie als Sondervermögen von seinem eigenen Vermögen absondert, oder ob er sie auf seine Bücher nimmt und den Investoren im Gegenzug ein Forderungsrecht ihm gegenüber einräumt. Die Behandlung des Vermögens in den Büchern des Emittenten ist mithin ein wesentliches Indiz für die rechtliche Beurteilung des Produktes.

Die FINMA verlangt, dass die Emittenten strukturierter Produkte zur Vermeidung jeglicher Täuschungs- und Verwechslungsgefahr an prominenter Stelle auf der ersten Seite des vereinfachten Prospektes sowie auf sämtlichen anderen Dokumenten fett gedruckt darauf hinweisen, dass das strukturierte Produkt weder eine kollektive Kapitalanlage ist noch der Bewilligung der Aufsichtsbehörde untersteht.⁷⁴

c) Fazit

Als Fazit kann festgehalten werden, dass strukturierte Produkte eine Forderung zwischen dem Emittenten und dem Anleger begründen, wobei der Anleger dem Emittenten bei Vertragsschluss einen Geldbetrag übergibt und letzterer dem Anleger gegenüber verpflichtet ist, zu einem meist vorbestimmten Zeitpunkt einen abhängig von der Wertentwicklung des Basiswertes bestimmaren Betrag zurückzuzahlen (bzw. unter Umständen die Basis-

⁷⁴ Jahresbericht FINMA 2010, 65.

werte selbst zu liefern).⁷⁵ Strukturierte Produkte sind regelmässig verbrieft und stellen damit Schuldverschreibungen dar.⁷⁶ Sie werden oftmals auch in einem weiteren Sinne als Zertifikate bezeichnet.⁷⁷

2. Kategorien passiver Finanzinstrumente in der Form von Schuldverschreibungen

Strukturierte Produkte beinhalten aufgrund ihrer Ausgestaltung als Forderungsrecht ein Gegenparteirisiko in der Person des Emittenten. Aufgrund der Finanzkrise und dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers ist das Emittentenrisiko in das Bewusstsein der Anleger gerückt. Für Emittenten ist daher der Ausweis eines geringen Emittentenrisikos auch ein wesentlicher Wettbewerbsfaktor im Vertrieb von Produkten. Damit hat auch die Besicherung von Zertifikaten an Bedeutung zugenommen.

Die strukturierten Produkte können aufgrund ihres Charakters eingeteilt werden in Zertifikate im engeren Sinn⁷⁸, welche die Kursentwicklung der Basiswerte exakt nachbilden, in Produkte mit Maximalrendite, bei welchen das Gewinnpotenzial der Basiswerte nach oben begrenzt ist und in Kapitalschutzprodukte, welche das Verlustrisiko begrenzen.⁷⁹ Die letzten beiden Kategorien beinhalten mithin ein asymmetrisches Auszahlungsprofil, während die Zertifikate im engeren Sinn ein symmetrisches Auszahlungsprofil aufweisen.

Aus einer börsenrechtlichen Optik können die passiven Finanzinstrumente, welche die Form von Schuldverschreibungen haben, in drei Kategorien eingeteilt werden: COSI-besicherte Zertifikate, Exchange Traded Products

⁷⁵ HUTTERLI (FN 48), N 115.

⁷⁶ Vgl. LANDERT (FN 10), 232.

⁷⁷ So etwa die Verwendung bei der Derivatebörse Scoach. Teils werden Zertifikate aber auch in einem eingeschränkten Sinn verwendet, indem die Zertifikate lediglich diejenigen strukturierten Produkte mit einem linearen Auszahlungsprofil umfassen und damit sowohl Produkte mit Maximalrendite als auch Produkte mit Kapitalschutz ausschliessen (vgl. HUTTERLI [FN 48], N 105 ff.).

⁷⁸ Vgl. zum Begriff des Zertifikats auch FN 77.

⁷⁹ Vgl. Bak Kollektivanlagegesetz (FN 19), N 12 zu Art. 5; HUTTERLI (FN 48), N 105 ff.

(ETPs) und übrige Zertifikate. Diese Einteilung richtet sich nach den Kotierungsvoraussetzungen, die für das jeweilige Börsensegment zu erfüllen sind. Das wesentliche Unterscheidungsmerkmal zwischen diesen Produkten liegt namentlich darin, ob, und wenn ja, wie, die Forderung des Investors besichert ist.

3. Exchange Traded Products (ETP)

ETPs stellen erst seit einem guten Jahr ein eigenes Börsensegment an der SIX Swiss Exchange dar. Zurzeit sind 36 Produkte kotiert.

a) Merkmale

Um als ETP zu gelten, muss ein Produkt folgende Merkmale erfüllen⁸⁰: Es müssen durch den Emittenten besicherte und unverzinst, auf den Inhaber lautende Forderungsrechte (Schuldverschreibungen) bestehen, welche als Effekten ausgegeben und in gleicher Struktur und Stückelung fortlaufend verkauft und zurückgekauft werden. Sie müssen sodann die Kursentwicklung eines zugrundeliegenden Basiswertes unverändert oder gehebelt abbilden.

Damit scheiden Produkte mit einem asymmetrischen Risikoprofil für eine Kotierung im ETP-Segment aus.

b) Besicherung

Um für das Segment der ETPs zu qualifizieren muss der Emittent sodann die Forderung der Anleger zu 100% mit Sicherheiten unterlegen. Die Besicherung ist im Gegensatz zur Besicherung von COSI-Zertifikaten ausschliesslich Sache des Emittenten. Die SIX Swiss Exchange überprüft die Besicherung nicht.⁸¹ Die Sicherheiten sind aber bei einer unabhängigen Drittpartei zu verwahren.

⁸⁰ Vgl. Art. 3 Abs. 2 Zusatzreglement für die Kotierung von Exchange Traded Products vom 1. Oktober 2010, SIX Regulation 10/10 (zit. ZRETP).

⁸¹ Vgl. SCOACH (Hrsg.), COSI-Newsletter, Ausgabe 1/2011, 3.

Als Sicherheiten können entweder die Basiswerte des ETP physisch hinterlegt oder in Form eines Terminkontraktes eingebracht werden. Alternativ kann der Emittent auch liquide an SIX Swiss Exchange oder einer ausländischen Börse mit gleichwertiger Regulierung kotierte bzw. zum Handel zugelassene Beteiligungsrechte, Anleihen, kollektive Kapitalanlagen oder Rohstoffe als Sicherheiten hinterlegen. Zulässig ist auch die Besicherung mittels Barguthaben oder Edelmetallen.⁸²

c) *Kotierung*

aa) *Anforderungen*

ETPs müssen verschiedene spezifische Anforderungen erfüllen, um als solche kotiert zu werden. Erfüllen sie die Anforderungen nicht, bleibt eine Kotierung an der Derivatebörse Scoach Schweiz offen.

Zunächst müssen ETPs entweder schweizerischem Recht oder einer vom Regulatory Board anerkannten Rechtsordnung unterstehen. Anerkannt werden die Rechtsordnungen der OECD-Mitgliedstaaten sowie Drittstaaten, bezüglich derer der Emittent nachweisen kann, dass diese in Bezug auf Anlegerschutz- und Transparenzvorschriften internationalen Standards entsprechen.⁸³ ETPs müssen sodann eine Mindestkapitalisierung von CHF 1 Mio. aufweisen.⁸⁴

Eine wesentliche Einschränkung gegenüber ETFs ergibt sich aus den Anforderungen an die Basiswerte, indem ETPs nur dann zugelassen werden, wenn sie sich auf Basiswerte beziehen, deren Kurse regelmässig zustande kommen und öffentlich zugänglich sind.⁸⁵ Beteiligungsrechte, Anleihen und kollektive Kapitalanlagen sind dabei anerkannt, wenn sie an der SIX Swiss Exchange oder einer ausländischen Effektenbörse mit gleichwertiger Regulierung kotiert bzw. zugelassen sind.⁸⁶ Indizes als Basiswerte setzen namentlich voraus,

⁸² Vgl. dazu im Einzelnen Art. 14 ZRETP.

⁸³ Vgl. Art. 6 ZRETP.

⁸⁴ Art. 7 ZRETP.

⁸⁵ Art. 8 ZRETP.

⁸⁶ Art. 9 ZRETP.

dass sich der Index selber wiederum aus zulässigen Basiswerten im Sinne des Zusatzreglementes für Exchange Traded Products zusammensetzt.⁸⁷

bb) Verfahren

Die Richtlinie betreffend Verfahren für Forderungsrechte (RLVF) ist auf ETPs nicht anwendbar. Die Kotierung von ETPs wird durch die Richtlinie betreffend Verfahren für Exchange Traded Products (RLVETP) geregelt. Dies bedeutet namentlich, dass bei der Kotierung von ETPs keine vorläufige Handelszulassung möglich ist. Vielmehr ist das ganze Kotierungsverfahren vor dem ersten Handelstag zu durchlaufen.

Das Kotierungsgesuch ist mindestens zwanzig Börsentage vor dem beabsichtigten Kotierungstermin einzureichen. Die Gesuchsbeilagen sind in Art. 4 RLVETP aufgeführt. Die Angaben zum Emittenten, zum Sicherheitsgeber und zum Produkt können (analog der Regelung für Anleihen und Derivaten) entweder als selbständiger Kotierungsprospekt pro Produkt oder aber auf der Basis eines vorgängig registrierten Emissionsprogramms erfolgen.⁸⁸ Im letzteren Fall bilden Emissionsprogramm und Final Terms zusammen den vollständigen Kotierungsprospekt. Der Stand-Alone-Kotierungsprospekt bzw. die Final Terms im Falle eines Emissionsprogramms haben dabei namentlich auf der Umschlagsseite festzuhalten, wenn ausländisches Recht auf den ETP anwendbar ist oder wenn für den Anleger kein Gerichtsstand in der Schweiz zur Verfügung steht.⁸⁹ Im übrigen richtet sich der Inhalt des Kotierungsprospektes nach dem Kotierungsreglement, dem ZRETP und Anhang G zum ZRETP.⁹⁰

Eine Besonderheit ist, dass der ETP-Emittent bei der Kotierung eines ETPs eine Erklärung abzugeben hat, wonach es sich bei den ETPs nicht um kollekt-

⁸⁷ Art. 11 Ziff. 1 ZRETP.

⁸⁸ Vgl. Art. 16 Abs. 1 ZRETP.

⁸⁹ Art. 15 Abs. 2 ZRETP.

⁹⁰ Art. 16 Abs. 2 ZRETP bzw. Art. 16 Abs. 3 Ziff. 1 ZRETP.

tive Kapitalanlagen handelt und er die Börse schadlos halten werde, sollte sich diese Erklärung als unwahr herausstellen.⁹¹

d) Handel

Wie bei den ETFs ist auch bei den ETPs die Bestellung mindestens eines Market Makers Kotierungsvoraussetzung. Dieser hat die Vorschriften der SIX Weisung 3 (Handel), Anhang P, in Bezug auf die Stellung eines Brief- und Geldkurses mit einer maximalen Handelsspanne und eines Mindestvolumens einzuhalten.

4. Collateral Secured Instruments (COSI)

a) Merkmale

COSI weisen weitgehend die gleiche rechtliche Struktur auf wie ETPs. Es sind ebenfalls Forderungsrechte gegenüber dem Emittenten. Sie unterscheiden sich von den ETPs in folgenden Punkten:

- COSI stehen nur Schweizer Emittenten zur Verfügung;
- die Laufzeit der COSI ist auf zehn Jahre beschränkt; und
- die COSI erlauben auch eine asymmetrische Auszahlung im Verhältnis zur Kursentwicklung eines zugrundeliegenden Basiswertes.

COSI werden an der Derivatebörse Scoach Schweiz gehandelt.

b) Besicherung

COSI wurden entwickelt im Bestreben, eine formalisierte Besicherung einzuführen, welcher die Rechtsstellung des Anlegers im Verwertungsfall stärkt. Die Besicherung der COSI basiert auf einem Rahmenvertrag zwischen Emittent (und Sicherungsgeber) mit der SIX Swiss Exchange AG und der SIX Securities Services AG. Gestützt auf diesen Rahmenvertrag verpflichtet sich

⁹¹ Art. 4 Ziff. 8 RLVETP.

der Sicherungsgeber, der SIX Swiss Exchange AG Sicherungsrechte an bestimmten Wertschriften, Wertrechten oder Bucheffekten oder Buchgeld zu gewähren, welche jederzeit den gesamten Wert der Zertifikate besichern. Die Wahl der Effekten ist vertraglich eingeschränkt und je nach Art der Sicherheiten wird der Anrechnungswert gekürzt. Dieser Anrechnungswert hat während der ganzen Laufzeit des Zertifikates 100% des aktuellen Wertes der besicherten Zertifikate zu decken. Die Verwaltung der Sicherheiten erfolgt durch SIX Securities Services AG. Der Emittent kann während der Laufzeit des Zertifikates das Pfand aktiv bewirtschaften.

Die SIX Swiss Exchange AG vertritt im Verwertungsfall nach Eintritt gewisser im Rahmenvertrag definierter Ereignisse die Interessen der Anleger. Der Rahmenvertrag ist denn auch als echter Vertrag zugunsten Dritter im Sinne von Art. 112 OR ausgestaltet.

c) Kotierung

COSI werden zwar an Scoach Schweiz AG gehandelt, die Zulassung erfolgt aber durch SIX Swiss Exchange basierend auf dem Zusatzreglement Derivate und der Richtlinie betreffend Verfahren für Forderungsrechte. COSI können den Handel – anders als ETPs – bereits basierend auf einer provisorischen Handelszulassung aufnehmen.

d) Handel

Für COSI hat die Zulassungsstelle der SIX eine Market-Maker Pflicht vorgeschrieben, da die COSI-Produkte einen erhöhten Anlegerschutz gewährleisten sollen und die Marktliquidität im Sinne des Investorenschutzes gewährleisten müssen.⁹²

⁹² Vgl. <<http://www.scoach.ch/de/ueber-uns/scoach-schweiz/market+maker>>.

V. Zusammenfassung

Seit 2007 werden an der SIX Swiss Exchange neben ETFs auch ETSFs gehandelt. 2009 folgte mit den COSI ein innovatives besichertes Zertifikat und 2010 wurde dann auch das Segment für ETPs geschaffen. Damit bestehen verschiedenste Produktkategorien, welche teils aber nur wenige Produkte aufweisen. Die Börse befindet sich in einem Spannungsfeld zwischen einer flexiblen Reaktion auf neue Produkte und der Schaffung von Segmenten, welche unter Umständen nicht einem Marktbedürfnis entsprechen.

Für die Anleger sind die Unterschiede zwischen diesen Produktkategorien oftmals nur schwer ersichtlich. Etikettierungsvorschriften, wie sie die FINMA für strukturierte Produkte festlegte, und Transparenzvorschriften für die ETFs sind daher sehr begrüßenswert. Nichtsdestotrotz helfen die verschiedenen Segmente, Unterschiede zwischen den Produkten hervorzuheben. Ein Zusammenführen der verschiedenen Produkte in einem Segment (beispielsweise der ETFs und der ETSFs) wäre der Transparenz sicherlich abträglich.