



# Mehr Selbstregulierung, weniger Etiketten – und trotzdem kein klarer Kurs

Das Jahr 2024 war insgesamt spannend für Strukturierte Produkte: Besonders im Bereich der Selbstregulierung wurden interessante und wichtige Fortschritte erzielt und auch das Trendthema Künstliche Intelligenz fand zunehmend seinen Weg in die Welt der Strukturierten Produkte.

ÜLKÜ CIBIK, MLL LEGAL AG, ZÜRICH

Das vergangene Jahr war für Strukturierte Produkte insgesamt von Spannung und Dynamik geprägt. Insbesondere im Bereich der Selbstregulierung wurden bedeutende Fortschritte erzielt.

Im Zuge der fortschreitenden Integration von Kryptowährungen in traditionelle Finanzmärkte, gewannen zudem börsengehandelte Produkte (ETPs) immer mehr an Bedeutung. Die Schweiz, als Vorreiter im ETP-Handel in Europa, hat 2024 mit neuen Regularien für Krypto-ETPs reagiert. Diese umfassen striktere Anforderungen für Emittenten und Verwahrer von Krypto-ETPs sowie erweiterte Transparenzvorgaben zum Schutz der Anleger.

Auch die regulatorischen Entwicklungen in der EU zur Capital Markets Union<sup>1</sup> und der Kleinanlegerstrategie (Retail Investment Stra- ▶

<sup>1</sup> Die CMU ist ein Projekt der Europäischen Union, das darauf abzielt, die Finanzmärkte zu vertiefen und zu integrieren, um Investitionen zu fördern und Wachstum anzukurbeln

«Mit der zunehmenden Integration von Kryptowährungen in die Finanzmärkte gewannen ETPs an Bedeutung, worauf die Schweiz 2024 mit neuen Regularien für Krypto-ETPs reagierte.»

tegy) nahmen weiterhin Gestalt an. Konkrete Ergebnisse oder direkte Auswirkungen auf den Schweizer Markt sind jedoch noch nicht festzustellen, da sich aktuell viele der Initiativen in der Konsultations- oder Umsetzungsphase befinden. Es gibt keine abschliessenden Beschlüsse oder verbindlichen Gesetzesänderungen, die auf breiter Ebene umgesetzt wurden. Die Auswirkungen auf den Schweizer Markt sind also noch nicht konkret absehbar, aber man erwartet, dass sich Änderungen auf den grenzüberschreitenden Handel und die Anpassungen in Finanzprodukten und -dienstleistungen auswirken könnten.

Schliesslich fand das Trendthema Künstliche Intelligenz zunehmend Eingang in die Diskussionen und beeinflusste die Entwicklung Strukturierter Produkte.

#### **TOTEGLAUBTE LEBEN LÄNGER ABER: NICHT DIE ETIKETTIERUNG**

Die ungelöste Frage aus den Vorjahren ist mit Inkrafttreten der entsprechenden neuen Gesetzgebung am 1. März 2024 nun definitiv geklärt: Auf eine Kennzeichnungspflicht von Strukturierter Produkten im Rahmen der Revision des Schweizer Bundesgesetz über kollektive Kapitalanlagen (KAG) und Kollektivanlagenverordnung (KKV) wurde definitiv verzichtet.

Das am 23. September 2022 eröffnete Vernehmlassungsverfahren vom Bundesrat zum Entwurf der revidierten KKV dauerte bis am 23. Dezember 2022. Aufgrund der grossen Kritik in den eingegangenen Stellungnahmen zur Aufnahme eines formell-rechtlichen Abgrenzungsansatzes für Kollektive Kapitalanlagen von Strukturierter Produkten wurde auf eine solche verzichtet. Die Etikettierung hätte zwar einerseits die Rechtssicherheit erhöht, andererseits aber zu unsachgerechten Resultaten führen können. Damit obliegt die Beurteilung der Frage, ob ein Finanzinstrument als Kollektive Kapitalanlage oder als ein Strukturierter Produkt zu qualifizieren ist, weiterhin den entsprechenden Fondslieferungen und/oder den Emittenten und das Labelling feierte kein Comeback.

#### **SELBSTREGULIERUNG IM BEREICH SUSTAINABLE FINANCE**

##### **Green Finance als Evergreen**

Nachhaltigkeitsmerkmale haben bekanntlich in den vergangenen Jahren zunehmend an Bedeutung gewonnen und kreierten neue Chancen und Märkte, auch für Strukturierter Produkte. Bisher war der regulatorische Rahmen in der Schweiz unzureichend, da es insbesondere an einheitlichen Definitionen, Standards und Transparenzrichtlinien mangelt. Dies schuf ein erhöhtes Risiko für Investoren in Bezug auf Greenwashing.

Um dem entgegenzuwirken, strebte der Bundesrat an, die Schweiz als führenden Standort für Sustainable Finance zu etablieren. Um dieses Vorhaben voranzutreiben wurde 2022 der Bericht «Standpunkt des Bundesrates bezüglich Greenwashing Prävention im Finanzsektor», welcher sich nun im Nachhinein als Dreh- und Angelpunkt für die Entwicklungen in den Schweizer Bemühungen für die Bekämpfung von Greenwashing

herausstellen wird, verfasst. Nach Veröffentlichung dieses Berichtes des Bundesrates ist jedoch leider relativ wenig Fassbares in regulierungstechnischer Sicht von Bern gekommen, weshalb die Finanzbranche verschiedene Selbstregulierungsinitiativen ins Leben gerufen hat.

Noch vor einem Jahr haben wir die Frage gestellt, wie sich die Regulation im Bereich Sustainable/Green Finance ausgestalten wird; ob eine klassisch schweizerische Herangehensweise in Form von flexibler Selbstregulierung beibehalten wird, oder ob der Gesetzgeber doch noch hart durchgreifen wird und rigide Gesetzestexte ausarbeitet. Auch der Bundesrat liess sich nicht in die Karten schauen – bis Juni 2024.

##### **Selbstregulierung mit dem Segen des Bundesrates**

Nach langem Austausch mit den Behörden und stetigem Ausarbeiten und Weiterentwickeln des existierenden Selbstregulationsframework, welcher jeweils von der Asset Management Association (AMAS), der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) und der dem Schweizerischen Versicherungsverband (SVV) offeriert wurde, ist der Bundesrat zum Schluss gekommen, dass die weiter- bzw. neuentwickelten Selbstregulierungsrichtlinien der AMAS, SBVg und SVV den bundesrätlichen Vorstellungen und Qualitätsanforderungen genügen, und somit auf eine staatliche Regulierung im Bereich der Greenwashing-Prävention vorerst verzichtet wird.

Dies scheint das vorläufige Ende eines nun über zweijährigen Prozesses darzustellen, welcher am 16. Dezember 2022 durch die Publikation des «Standpunktes des Bundesrates zur Prävention von Greenwashing» ins Leben gerufen wurde. Als Kronjuwel der ▶

«Nachhaltigkeitsmerkmale haben bekanntlich in den vergangenen Jahren zunehmend an Bedeutung gewonnen und kreierte neue Chancen und Märkte, auch für Strukturierte Produkte.»

Selbstregulierungsbemühungen der drei Verbände gilt insbesondere die Festlegung eines einheitlichen Mindeststandards bezüglich der Zulässigkeit der Bezeichnung von Anlageprodukten und -dienstleistungen als «Nachhaltig».

#### Klarheit schaffen im Begriffssalat

Somit wird Nachhaltigkeit nun ernst: Anlageprodukte und -dienstleistungen, die sich in Zukunft das grüne Label auf die Brust heften wollen, müssen künftig zusätzlich zu den finanziellen Zielen mindestens eines der folgenden Ziele ins Visier nehmen:

- (i) sie müssen mit mindestens einem der spezifischen Nachhaltigkeitszielen vereinbar sein oder
- (ii) sie tragen aktiv zur Erreichung solcher Nachhaltigkeitsziele bei.

Mit der Integration der Nachhaltigkeitsdefinition und des Standpunktes des Bundesrats sind weitere branchenspezifische Anpassungen und Ergänzungen in den Selbstregulierungen verbunden.

Das sind alles in allem natürlich sehr erfreuliche Neuigkeiten. Einerseits war es mehr als überfällig – und insbesondere den Anlegern zuliebe – ein wenig Ordnung und Einheit in den Begriffsdschungel der Nachhaltigkeitsbezeichnungen zu bringen. Durch die neugeschaffenen Mindestanforderungen können klimabewusste Anleger nun mit einem guten

Mass an Zuversicht in die Qualität und Rechenschaftigkeit von als «nachhaltig» bezeichneten Produkten investieren. Andererseits ist es lobenswert vom Bund in dieser Angelegenheit nicht gleich zur Regulierungskeule zu greifen und die Entwicklung und Auslotung der notwendigen Regulierungsdichte dem Markt zu überlassen. Insbesondere in einem noch jungen Markt wie dem der Green Finance ist es wichtig für Regulierung die notwendige Flexibilität zu behalten, um mit allfälligen Entwicklungen Schritt zu halten. Diese Flexibilität ist durch Selbstregulierung gesichert.

#### Selbstregulierung als noch freiwillige Angelegenheit

Die entsprechenden Selbstregulierungstexte mit den neuen Weiterentwicklungen sind im Falle der AMAS und der SBVg am 1. September 2024 in Kraft getreten, die Selbstregulierungsbestimmungen des SVV bezüglich Nachhaltigkeit in Sachen der anteilgebundene Lebensversicherungsprodukte werden voraussichtlich am 1. Januar 2025 in Kraft treten. Bisher ist es aber noch nicht geplant, dass die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA (FINMA) die Selbstregulierungen anerkennen wird, vielleicht folgt dies aber noch zu einem späteren Zeitpunkt, insbesondere da nun bekannt ist, dass der Bundesrat auf weitere hoheitliche Regulierungsbemühungen vorerst verzichten wird.

Die Einhaltung der Selbstregulierung ist zumindest für die Mitglieder des jeweiligen Verbands verbindlich. Nichtmitglieder können aber sich diesen Vorschriften auch freiwillig unterstellen – dies geschieht durch schriftliche Mitteilung an den jeweiligen Verband – was sicherlich eine positive Auswirkung hat und den Investoren signalisieren wird, dass man es ernst meint mit der Nachhaltigkeit.

#### KRYPTO-ETP REGULIERUNG

##### ETPs und ihr fortlaufender Einzug in die Kryptobranche

Nicht nur die Branchenverbände waren im vergangenen Jahr darum bemüht die Sicherheit und Funktionstüchtigkeit des Schweizer Finanzplatzes zu garantieren, auch SIX Exchange Regulation (SIX) war fleissig am Werk. Die Schweizer Börse, als Pionierin im ETP-Handel in Europa, veröffentlichte Anfang Jahres das Rundschreiben Nr. 3 «Richtlinie betr. Krypto-Assets als Basiswerte» sowie eine überarbeitete Version des Zusatzreglements für die Kotierung von börsengehandelten Produkten (ZRD) und des Zusatzreglements für die Kotierung von ETPs (ZRETP). Diese sind seit dem 1. April 2024 in Kraft.

Vereinfacht sind ETPs besicherte, unverzinsliche Forderungsrechte, die auf den Inhaber lauten. Sie spiegeln die Kursentwicklung eines Basiswerts entweder eins zu eins oder mit Hebelwirkung wider. In den meisten Fällen werden Sicherheiten wie Wertpapiere oder Edelmetalle bei einer Drittpartei hinterlegt. Die Basiswerte können einzelne Rohstoffe sein, umfassen aber auch Baskets, Indizes oder andere Anlageklassen. Da die ETPs keine Anlagefonds sind unterliegen die daher nicht dem KAG, sondern werden ausschliesslich von SIX überwacht. Ganz zeitgemäss gibt es ETPs auch in Form von Krypto-ETPs und sind somit auch an der Börse handelbar. Sie bieten den Anlegern die Möglichkeit, von den Krypto-Kursentwicklungen zu profitieren ohne Kryptowerte direkt zu halten.

Zusätzlich zu den bisherigen Anforderungen erlaubt die neuerdings auch, dass Token, welche als Bestandteil eines ICO (Initial Coin Offerings) eines Krypto-Projektes ausgege- ▶

## «Die von der FINMA identifizierten Hauptrisiken betreffen weiterhin bekannte Themen wie Verantwortlichkeit und Governanceprobleme bei automatisierter Entscheidungsfindung.»

ben werden als Basiswert eines ETP zu verwenden. Weiterhin nicht erlaubt als Basiswert sind sowohl sogenannten «Private Coins», welche private oder anonyme Transaktionen auf der Blockchain ermöglichen, als auch Anlage- oder hybride Anlagetoken gemäss den FINMA ICO-Richtlinien<sup>2</sup>. Letztere sind unzulässig, da sie vereinfacht das Investieren und Halten von Realwerten, Unternehmen oder Ertragsströmen ermöglichen und somit den Charakter von Aktien, Anleihen oder Derivaten haben.

### Schutz der Marktteilnehmer als Zentrales Anliegen

Die Frage ist nun, wie wirken sich diese Neuerungen auf die betroffenen Anspruchsgruppen aus?

Der Schutz der Anleger steht natürlich an oberster Stelle. Die überarbeiteten Regularien legen daher strengere Anforderungen an die Herausgeber und Verwahrer von ETPs fest, die Kryptowährungen als Basiswert haben. Gleichzeitig werden die Informationspflichten im Prospekt solcher Krypto-Produkte erweitert, um den Investoren mehr Einblick und Sicherheit zu geben und bösen Überraschungen vorbeugen. Mit anderen Worten: Wer in Krypto-ETPs investiert, soll genau wissen, worauf er sich einlässt!

Somit sollen die Anforderungen an die Besicherung von Krypto-ETPs natürlich den spe-

ziellen Risiken im Kryptobereich gerecht werden, weshalb die FINMA verlangt, dass nur solche ETPs an der Börse gelistet werden dürfen, die den Vorschriften von Art. 70 Schweizerisches Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen (FIDLEG) entsprechen. Das bedeutet im Klartext: Emittenten von Krypto-ETPs müssen in Zukunft die gleichen strengen aufsichtsrechtlichen Regeln gerecht werden wie Anbieter von traditionellen Strukturierten Produkten.

Die Besicherung ist ein fundamentales Element von Krypto-ETPs. Da weder das FIDLEG noch die Kotierungsregeln verlangen, dass der Emittent ein beaufsichtigtes Finanzinstitut wie eine Bank, Versicherung oder ein Wertpapierhaus ist, führt dies dazu, dass auch Krypto-Player ohne Bankenlizenz als Emittent auftreten dürfen. Um dennoch hier die Sicherheitsschrauben des Finanzplatzes festzuziehen, fordert die neue ZRETP, dass bei nicht regulierten Krypto-ETP-Emittenten zumindest der Verwahrer der zugrunde liegenden Krypto-Assets unter finanzmarktrechtlicher Aufsicht steht. Damit ist sichergestellt, dass ein reguliertes Institut immer mit von der Partie ist – sei es als Emittent, Garant oder Verwahrer.

Neuerungen für Anbieter von Krypto-ETPs betreffen vor allem deren Rückgaberechte, die Möglichkeit einer Handelssuspendierung und die Risiko-Offenlegung. All diese Punkte müssen neuerdings sauber im jeweiligen Produktespekt der Emittenten von Krypto-ETPs und anderen Krypto-Strukturierten Produkten aufgeführt werden.

### SIX wird zur Kryptowächterin

Darüber hinaus übernimmt SIX auch die Überwachung der zugelassenen Kryptowährungen, um einen fairen, transparenten und regulierten Handel zu gewährleisten. So will

man sicherstellen, dass Anleger bestmöglich vor Marktmanipulation und falschen Liquiditätsdarstellungen geschützt sind.

Um diese Neuerungen umzusetzen war eine sechsmonatige Übergangsfrist bis zum 1. Oktober 2024 für bereits an SIX kotierte ETPs und Strukturierte Produkte mit Krypto-Assets als Basiswert vorgesehen.

Zum Zeitpunkt des Verfassens dieses Artikels sieht die Reaktion des Marktes auf die neue Regulierung äusserst positiv aus: Die Einführung der neuen Regulierung hat das Vertrauen der Anleger in Krypto-ETPs an SIX Swiss Exchange spürbar gestärkt. Dank dem verbessertem Anlegerschutz konnten auch konservativere institutionelle Investoren überzeugt werden in ETPs zu investieren. Die Resonanz ist grösstenteils positiv – man könnte sagen, die neuen Regeln haben den Nerv der Zeit getroffen.

### STRUKTURIERTE PRODUKTE UND TECHNOLOGIE

#### Die fortwährenden KI-Angelegenheit

Neue Technologien und aktuell künstliche Intelligenz (KI) insbesondere haben immer das Potenzial die Finanzbranche aufzumischen.

Der zunehmende Einsatz von künstlicher Intelligenz ist auch ein Thema bei der FINMA, wie sich unschwer aus ihrem Jahresbericht 2023 und dem Risk Monitor 2023 erkennen lässt. Unter anderem liess die FINMA verlauten, dass sie bereits Vor-Ort-Kontrollen und Aufsichtsgespräche mit Finanzinstituten, die KI einsetzen, aufgenommen hat. Eine grosse Veränderung in der Aufsichtspraxis ist aber eher nicht zu erwarten, da gemäss ihren Einschätzungen die Risiken, die sich aufgrund des immer populärer werdenden Gebrauch ▶

<sup>2</sup> Wegleitung für Unterstellungsanfragen betreffend Initial Coin Offerings (ICOs) der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA.



Börsengipfel

Börsenwoche kompakt serviert

# Globale Märkte im Fokus

Ihr Podcast für einen erfolgreichen Start  
in die Börsenwoche

Serge Nussbaumer und Nicolas Peter analysieren Wirtschaft, Investitionen und Geopolitik. Der Börsengipfel ist ein Podcast, der Anleger und Führungskräfte besser auf die kommende Börsenwoche vorbereitet.

**Seien Sie stets bestens informiert, bevor andere es sind:**

[www.payoff.ch/boersengipfel](http://www.payoff.ch/boersengipfel)



«Die neuen Regularien für Krypto-ETPs verschärfen die Anforderungen an Emittenten und Verwahrer und erweitern die Informationspflichten im Prospekt zum Schutz der Investoren.»

von KI ergeben insgesamt nicht als neu eingestuft werden, sondern unter dem bereits bestehenden Regulierungsrahmen behandelt werden können.

Diese Feststellung der FINMA bestätigt der sowohl selbstgestellte als auch vom Gesetzgeber vorgelebte Anspruch der Technologieneutralität. Technologieneutralität bedeutet nichts Weiteres, als dass Gesetze und Verordnungen, oder im Fall der FINMA ihre Aufsichtspraxis nicht aufgrund von spezifischen Technologien getrieben sein soll, sondern dass die Aufsicht basierend auf generell anwendbaren Prinzipien basiert.

#### **Nützlich? – Ja! Problemlos? – Nein!**

Die Hauptrisiken, die von der FINMA identifiziert wurden, sind altbekannte Themen, welche aber immer noch aktuell sind. Gelistet wurden unter anderem die Wichtigkeit der Verantwortlichkeit und «Governanceproblematiken», welche aufgrund von automatisierter Entscheidungsfindung entstehen können. Im Gleichschritt geht das Problem der Transparenz und Nachvollziehbarkeit der KI-Ergebnisse. In beiden Fällen ist es wichtig, dass ein internes Verständnis dafür geschaffen wird, dass KI nicht allwissend ist und die Weisheit mit dem Löffel gegessen hat. KI-Antworten – so überzeugend sie auf den ersten Blick sind – können auch durchaus falsch sein. Deshalb ist es von essenzieller Wichtigkeit, dass immer der menschliche Faktor im

Entscheidungsprozess vorhanden ist und aktiv die KI-Ergebnisse hinterfragt und fordert. Auch ist wichtig, dass wenn ein Entscheid basierend auf KI gefällt wird, dass dieser für die Entscheidungsträger nachvollziehbar ist. KI ist schlussendlich nur eine Blackbox und nicht einmal die Ingenieure, welche die KI entwickeln, können alle Entscheide und Prozesse, die die KI durchlaufen, vollends nachvollziehen. Hier kommt es wieder einmal zurück auf die alte Juristenweisheit, dass Nichtwissen nicht schützt, und somit die Rechtfertigung «KI hat gesagt, dass es richtig ist» im Schadensfall vermutlich nicht weiterhelfen wird.

#### **Was die KI von Morgen wohl bringen mag**

Alles in allem hat KI das potential die Finanzbranche grundlegend zu verändern: Sei es die wie Daten verarbeitet und Modelle geschaffen werden, um den Markt zu analysieren und Produktpreise zu berechnen, oder auch wie man als Anbieter mit dem Kunden interagiert und dessen Präferenzen analysiert, um das beste Produkt und Investmentstrategie zu finden. Nichtsdesto trotz ist wie bei allen neuen Technologien auch bei der KI nicht einfach blind darauf zu vertrauen und immer lohnenswert, sich für auch nur fünf Minuten zurückzulehnen und fragen: «Stimmt das, was mir die KI hier erzählt?»

#### **SCHLUSSWORT**

Das Jahr 2024 war alles in allem spannend für Strukturierte Produkte. Insbesondere im Bereich der Selbstregulierung gab es interessante und wichtige Fortschritte. Auch die KI beschäftigt weiter und es ist aus unserer Sicht noch nicht ganz ersichtlich, wo das Abenteuer, auf das uns KI nimmt, enden wird. In diesem Sinne sind wir gespannt, was 2025 uns bringen wird. ■



#### **Ülkü Cibik**

ist Counsel bei MLL Legal AG, Zürich, einer führenden Anwaltskanzlei in der Schweiz. Ihre Tätigkeitsschwerpunkte liegen im Bereich Banken- und Finanzmarktrecht sowie im Gesellschafts- und Handelsrecht. Ülkü Cibik verfügt u. a. über besondere Expertise im Bereich der Strukturierten Produkte und Derivate und begleitet in- und ausländische Emittenten bei der Emission, Kotierung, Regulierung und Vertrieb von Strukturierten Produkten. Darüber hinaus berät sie Klienten bei Finanzierungen mittels syndizierten und bilateralen Krediten sowie in regulatorischen Angelegenheiten und arbeitet regelmässig an Projekten im Zusammenhang mit Kryptowährungen/ DLT/Blockchain. Seit November 2018 ist Ülkü Cibik beim SSPA für die Unterstützung des Geschäftsbereichs «Legal & Regulation» mandatiert. Seit 2022 ist Ülkü Cibik zudem Jurymitglied der Swiss Derivative Awards.